

Del «Código Olivencia» a la aplicación de la Ley de Transparencia

(Un balance provisional —y decepcionante— sobre la reforma del «gobierno corporativo» en las sociedades cotizadas españolas) (*)

Para Salvador Mínguez

SUMARIO: I.- ALGUNAS CLAVES SOBRE LA EVOLUCIÓN DEL RÉGIMEN DEL «GOBIERNO CORPORATIVO» EN ESPAÑA: 1. REGLAS LEGALES Y AUTONOMÍA PRIVADA EN EL DERECHO ESPAÑOL DE SOCIEDADES DE CAPITAL. 2. LA EVOLUCIÓN DEL DERECHO DE SOCIEDADES EN RELACIÓN CON LA MEJORA DEL GOBIERNO CORPORATIVO: a) *El enfoque estadounidense de la reforma sobre el gobierno corporativo*; b) *El método: comisión y el informe Olivencia*; c) *Los cambios en el papel asignado a la Ley en el informe Aldama*.—III. LA LEY DE TRANSPARENCIA COMO RESPUESTA A LAS DEMANDAS DE REFORMAS LEGISLATIVAS PARA LA MEJORA DEL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS Y SU APLICACIÓN PRÁCTICA: 1. EL SIGNIFICADO GENERAL DE LA REFORMA LEGISLATIVA. 2. EL INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO Y LA PÁGINA WEB: a) *El principio comply or explain*; b) *La publicidad del informe de buen gobierno a través de la página web y la dualidad de instrumentos de publicidad legal*. 3. LA JUNTA GENERAL, EL DERECHO DE VOTO Y, EN GENERAL, LA POSICIÓN DE LOS ACCIONISTAS: a) *Propuestas de intensificación del activismo accionarial*; b) *Introducción de asuntos en el orden del día, propuestas alternativas a las del Consejo y sistemas de votación (sistemas de deducción negativa-positiva)*; c) *Derecho de voto por procedimientos electrónicos y otras técnicas de comunicación a distancia de la voluntad del socio*; d) *La implementación práctica de los sistemas de voto realizada por las sociedades españolas*. 4. DEBERES DE LEALTAD DE LOS ADMINISTRADORES, EN PARTICULAR EN LOS SUPUESTOS DE CONFLICTO DE INTERESES: a) *Consideraciones generales: las lagunas de la reforma (enforcement)*; b) *El sistema de los deberes de los administradores*; c) *Deber de diligencia: business judgement rule*; d) *Tipificación de los deberes de lealtad*.

(*) Este trabajo se inserta en el proyecto de investigación «La ordenación tipológica de las sociedades mercantiles a la luz de las nuevas reformas» (P1B2004-10) financiado por la Fundación Bancaja/Castellón.

I. ALGUNAS CLAVES SOBRE LA EVOLUCIÓN DEL RÉGIMEN DEL «GOBIERNO CORPORATIVO» EN ESPAÑA

1. REGLAS LEGALES Y AUTONOMÍA PRIVADA EN EL DERECHO ESPAÑOL DE SOCIEDADES DE CAPITAL

Como es ampliamente aceptado, el régimen español de las sociedades anónimas se corresponde con el sistema de «disposiciones normativas», que, por otro lado, se encuentra extendido de forma generalizada en Europa desde principios del siglo xx. La normativa reguladora de este tipo societario se sustenta sobre unas reglas fundamentales que tienen carácter imperativo. La libertad de pactos se limita de forma mucho más intensa que en los contratos de cambio, por un lado, por la autonomía patrimonial de la sociedad anónima (el patrimonio de los socios no responde de las deudas sociales y el patrimonio de la sociedad no queda afecto a la satisfacción de las deudas de los socios); en segundo lugar por la necesidad de proteger a la minoría como consecuencia de su estructura corporativa (con la consiguiente diferenciación de órganos y la toma de decisiones por la mayoría con vinculación para la minoría); en fin, por las implicaciones de las empresas organizadas como sociedad anónima sobre un amplio conjunto de intereses externos a ella (1). El modelo básico lo ofrece el Derecho alemán y, en particular, su vigente Ley de sociedades por acciones de 1967 en la que se indica que los estatutos no se pueden desviar de los preceptos de esta Ley salvo cuando ésta lo autorice expresamente (§ 23.V *AktG*) (2). Aun en ausencia de una similar previsión, en la mayor parte de los países de nuestro entorno (3) existe un cierto consenso sobre la vigencia de estos fundamentos, sin perjuicio de las especialidades de cada ordenamiento en relación con la concesión de un mayor o menor margen a la autonomía privada en cada concreto supuesto o de la intensidad que hayan tenido las tendencias desregulatorias de los últimos tiempos.

(1) EMBID-MARTÍNEZ SANZ, «Libertad de configuración estatutaria en el Derecho español de sociedades de capital», en *RdS*, núm. 7, 1996, pág. 11 y sigs.; SÁNCHEZ ANDRÉS, «*Ius publicum-ius privatum*. Gobierno corporativo y mercado de valores (una lección)», en *Libro homenaje a I. Sánchez Mera*, Madrid, 2001, pág. 1767 y sigs. (de donde se cita), y en *ADC*, 2001, pág. 1029 y sigs.; OLEO BANET, «Fundamento y extensión de la exclusión del contrato de sociedad del régimen de las condiciones generales de la contratación», en AA.VV., *Libro homenaje al profesor Sánchez Calero*, Madrid, 2002, pág. 391 y sigs., p. 393.

(2) K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, 2. Auf. Köln-Berlin-Bonn-München, 1991, 647.

(3) Ante la puesta en cuestión de este modelo en las recientes reformas, los fundamentos básicos del Derecho italiano de sociedades anónimas se exponen en D'ALESSANDRO, «La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario», en *Riv. Soc.*, 2003, pág. 34 y sigs.

También en el Derecho español de sociedades anónimas, durante la década de los noventa y en los primeros años del nuevo siglo se aprueban reformas de carácter tópico y fragmentario que incidirán en una línea liberalizadora. Su objetivo declarado era superar algunos de los obstáculos o trabas que comportaba el Derecho vigente hasta ese momento al funcionamiento de las sociedades cotizadas (4). No obstante, permanecen las bases del modelo, a pesar de la erosión que sufren los principios tradicionales.

En 2002 la subsección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación aprobó un borrador de Anteproyecto de Ley General de Sociedades Mercantiles, que habría supuesto la modernización del Derecho español de sociedades y, en especial, de sociedades anónimas sin alterar los fundamentos del sistema de disposiciones normativas. No obstante, este texto se encontró con un fuerte rechazo de algunos sectores económicos y políticos, por lo que fue relegado y, al parecer, hoy por hoy, olvidado.

Sin embargo, el modelo sería puesto radicalmente en cuestión por un sector de la doctrina española, invocando e importando construcciones elaboradas en el ámbito económico y jurídico estadounidense. En efecto, aunque se trataba de páginas escritas en relación con el régimen de la sociedad de responsabilidad limitada, también eran referibles a la sociedad anónima las observaciones con las que PAZ-ARES (5) criticaba el que calificaba como «paradigma institucional» al que respondería el Derecho europeo regulador de los tipos societarios de estructura corporativa. En su opinión, este modelo reflejaría múltiples prejuicios con los que el legislador y la doctrina mercantilista habrían venido encarando el Derecho de sociedades y, en particular, las sociedades de capital con el objetivo de restringir la libertad de pactos. Entre las claves de este tradicional «modo de entender el Derecho de sociedades» se encontraría alguna tan espuria como el «elitismo jurídico» del legislador y de una doctrina, que pretenden ser los únicos capaces de conocer el entramado normativo de este tipo de sociedades sobre la base de su complejidad técnica, su sofisticación o la repercusión sobre múltiples intereses de gran relieve. Frente a ello, el reconocimiento en el Derecho de sociedades de mayores márgenes de libertad se justificaría, por un lado, en un argumento

(4) La Ley 37/1998 de modificación de la Ley del Mercado de Valores, modificó, también, la Ley de Sociedades Anónimas; se reguló por primera vez en España las acciones rescatables; se restringió el ejercicio del derecho de suscripción preferente y simplificó su exclusión; se suprimió los aspectos más restrictivos de las acciones sin voto; y en varios preceptos se sustituyó la referencia al valor real de las acciones por el valor razonable; puede hallarse una dura crítica a esta reforma en SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad anónima modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, Madrid, 1999, y ALONSO LEDESMA, «La reforma de la sociedad cotizada», en *RdS*, núm. 12, 1999, pág. 13 y sigs.

(5) PAZ-ARES, «¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de sociedades?», en PAZ-ARES, dir., *Tratando de la Sociedad Limitada*, Madrid, 1997, pág. 161 y sigs.

de lege lata, como es la ausencia en el Derecho español de una norma equivalente al precepto de la ley alemana que antes se citó. Pero, sobre todo, su construcción teórica se apoya en una concepción diferente del Derecho de sociedades y, en particular, del régimen de la sociedad anónima. Según estas tesis las sociedades constituyen sólo un nexo de contratos o, por decirlo en sus propias palabras, «una forma de contratar perfectamente reconstruible en el ámbito de la contratación ordinaria» (6).

Con la puesta en cuestión del modelo tradicional del Derecho de sociedades anónimas se relativiza la significación institucional de este tipo societario sin atender suficientemente a los argumentos y a las razones sobre los que se basó el sistema de «disposiciones normativas». Por otro lado, no puede desconocerse que en el Derecho español de sociedades anónimas está en vigor una norma que limita la libertad de cláusulas estatutarias al indicar que los pactos estatutarios no pueden oponerse a la Ley ni deben contradecir los «principios configuradores» de la sociedad anónima (art. 10 LSA), y que supera claramente los límites generales de la autonomía privada en los contratos (art. 1.255 del Código Civil) (7). En fin, tampoco puede admitirse directamente la concepción de la sociedad que la califica como un mero nexo de contratos. Es innegable que en numerosas ocasiones la sociedad anónima no se relaciona con terceros mediante contratos (al menos en el sentido en el que los juristas hemos entendido siempre la noción del contrato; otra cosa es, quizá lo que en una visión no técnico-jurídica entiendan por «contrato» los economistas) e, incluso, sólo de forma muy matizada la noción de contrato —al menos del paradigma de contrato contemplado en el Código Civil— serviría para explicar las relaciones de los socios entre sí o con la sociedad y sus órganos (8).

Todo ello explica que hoy se siga entendiendo generalizadamente que en el Derecho de sociedades anónimas existe al menos un núcleo duro de normas

(6) PAZ-ARES, est. cit., 190; *id.*, en URÍA-MENENDEZ, *Curso de Derecho Mercantil*, I, Madrid, 1999, pág. 511.

(7) DUQUE, «La fundación de sociedades anónimas en la LSA», en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas*, I, La fundación, Madrid, 1991, pág. 93: «Las conclusiones derivadas de la interpretación de este artículo (§ 23.5 AktG) pueden trasladarse al Derecho español basado sobre el artículo 10»; MIGUEL RODRÍGUEZ, en ARROYO-EMBED, *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas*, Madrid, 2001, pág. 136. La mención del artículo 10 LSA no debe entenderse como una referencia acrítica a un precepto que plantea múltiples dudas. Tan sólo se trata de destacar lo obvio: los márgenes interpretativos son mayores o menores, pero la tarea hermenéutica del jurista viene condicionada por el texto legal positivo cuya vigencia no se puede desconocer.

(8) En las sociedades de capitales —y especialmente en la sociedad anónima, pensada para la gran empresa—, se crea una organización objetivada en los estatutos, que deben interpretarse con criterios más cercanos a los aplicables al Derecho objetivo que a los de los contratos; las relaciones jurídicas no se producen entre los socios sino a través de la sociedad, y aquí la contraposición que caracteriza a los contratos se refleja en la composición de los diversos intereses a través de los órganos sociales y en la satisfacción

inderogables: se trata, sobre todo, de las que tutelan a los terceros que se relacionan con la sociedad y a los accionistas que le aportan sus recursos financieros (9).

De todas formas, aunque indudablemente el Derecho español se inserte en este modelo normativo de un Derecho básicamente imperativo, tampoco se puede despreciar el margen que la Ley deja a la libertad estatutaria. Incluso dentro del núcleo de las normas inderogables, estas lo son en todo caso de mínimos, es decir, siempre serían posibles los pactos estatutarios que reconocieran a acreedores y socios un nivel de tutela más intenso que el fijado en la Ley (10). A pesar ello, la práctica demuestra que las sociedades recurren muy poco a los espacios de autonomía que disfrutaban a la hora de reforzar la protección de los intereses débiles (11).

2. LA EVOLUCIÓN DEL DERECHO DE SOCIEDADES EN RELACIÓN CON LA MEJORA DEL GOBIERNO CORPORATIVO

a) Sin embargo, sí que hay algo que en España ha cambiado radicalmente respecto de la tradicional forma de entender y de hacer el Derecho de

del fin común (GIRÓN, *Derecho de sociedades, I, Parte general y sociedades personalistas*, Madrid, 1976, págs. 137, 142 y sigs., y, especialmente, pág. 276 y sigs.; la restricción de la libertad de pactos que necesariamente se deriva de los efectos *ultra partes* del contrato de sociedad y, en particular, de las sociedades anónimas, es puesto de relieve en D'ALESSANDRO, *Riv. Soc.*, 2003, pág. 37 y sigs.).

(9) Incluso para quienes propugnan un margen mayor de la libertad estatutaria, las normas que se integran en estos dos ámbitos aparecen como el núcleo duro inabordable por la «autonomía privada» (por ejemplo, GUYON, *Droit des affaires*, T. 1, 10.^a ed., París, 1998, 277).

(10) En la afirmación reciente de las virtudes del mercado y de la lucha competitiva entre los estatutos de las sociedades anónimas desde la perspectiva de la mejora del sistema de gobierno no se ha apreciado que durante los últimos 50 años el mercado realmente haya impulsado a las sociedades a competir entre ellas en el establecimiento de modelos organizativos más proclives a una estructura de gobierno de calidad (MONTALENTI, «*Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*», en *Giur. Comm.*, 1998, pág. 385, no confía en la existencia de un «mercado de estatutos» sociales en el que los administradores compitan por ofrecer una tutela de los accionistas más intensa; en realidad «*las mayores sociedades cotizadas se han limitado a recibir el núcleo mínimo inderogable de las reglas legislativas*» (MONTALENTI, «*Corporate Governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno*», en *Riv. Soc.*, 2002, pág. 810).

(11) MONTALENTI, *La società quotata*, Padova, 2004, pág. 15 y sigs.; también en la órbita jurídica estadounidense se ha dicho que las posibilidades que ofrece el Derecho dispositivo para reducir la autoridad de los administradores nunca han abierto el camino al incremento de los controles y que sólo han sido las normas de Derecho imperativo que reconocían derechos a los accionistas las que han permitido un mínimo de medidas de control sobre los directivos. COOLS, «The real difference in corporate law between the United States and continental Europe: distribution of powers», <http://ssrn.com/abstract=623286>).

sociedades. Durante los años noventa se recibe desde Estados Unidos el debate sobre la necesidad de mejorar el gobierno de las sociedades anónimas y, en particular, la organización de las sociedades anónimas cotizadas que tienen un accionariado amplio y disperso. Esta recepción se realiza a veces sin tener en cuenta que la estructura del tipo de sociedad anónima más extendido en la Bolsa española no se corresponde con el que caracteriza en la mayor parte de los casos a las empresas estadounidenses. En efecto, en estas últimas los déficits desde la perspectiva de la distribución del poder de decisión en la *corporation* se explican por la intensa separación entre el control sobre la sociedad (poder de decidir) que recae sobre unos pocos ejecutivos que dirigen la sociedad, y la propiedad que corresponde a miles de pequeños accionistas-inversores. Este conocido fenómeno genera el riesgo de que la sociedad se gestione sin suficiente supervisión. Un poder no sometido a controles siempre es peligroso; pero más lo será en las grandes empresas cuya actividad afecta a múltiples intereses, particulares y generales. Frente a ello, el tipo más habitual de sociedad cotizada española responde, más bien, a un modelo en el que el poder de decisión se ejerce realmente por un socio o por unos pocos accionistas que actúan coaligados mediante pactos parasociales o mediante otro tipo de acuerdos derivados de participaciones cruzadas que ostentan en diferentes sociedades. Cuando uno o varios socios dominan la sociedad, no es previsible que la gestión de los administradores se ejerza sin supervisión o fiscalización. Aquí los problemas que se suscitan son de otro orden: fundamentalmente de protección de los accionistas minoritarios frente al abuso del poder que disfruta la mayoría.

A pesar de estas diferencias estructurales, como consecuencia de la globalización de la economía, de la pretensión de las más importantes sociedades españolas de cotizar en las bolsas americanas o de la participación de los inversores institucionales de este país en las sociedades españolas, de los Estados Unidos se acabaría importado tanto el debate sobre el «gobierno corporativo» como la forma de enfocar los problemas, las propuestas de soluciones o, incluso, la consideración de que, desde un punto de vista estructural, se debería promover la difusión y desarrollo del tipo americano de sociedades con participación dispersa sobre la base de una tesis (objeto, en todo caso, de gran discusión) que afirma que este modelo sería el más adecuado para la correcta organización de la sociedad anónima y para la protección de los pequeños accionistas-inversores (12). Esto se ha

(12) PAZ-ARES, «El gobierno de las sociedades: un apunte de política legislativa», en *Est. S. Calero*, II, Madrid, 2002, págs. 1805, 1817; EHRHARDT/NOWAK, «Die Durchsetzung von Corporate-Governance-Regeln», en *AG*, 2002, pág. 338. La hipótesis implícita de la superioridad del modelo angloamericano se ha apoyado, sobre todo, en la reiterada cita de varios estudios de LA PORTA, LÓPEZ DE SILANES, SHLEIFER y VISHNY publicados en la revista *Law and Finance* desde 1998, que defienden la superioridad del modelo americano desde

hecho ignorando lo que algunos vienen advirtiendo, incluso en los Estados Unidos, al indicar que la existencia de diferentes modelos de *corporate governance* no deriva de un hipotético proceso competitivo de selección de estructuras y reglas jurídicas, sino más bien de una evolución en la que influyen múltiples elementos o variables económicos, sociales o políticos (13).

Entre estos elementos no deben despreciarse las diferencias entre el régimen europeo de sociedades y, en particular, de sociedades anónimas y las que caracterizan el Derecho americano de sociedades. En efecto, este último emana de los estados de la Unión y deja un margen muy amplio a la libertad; contrasta, así, con el régimen imperativo del Derecho —en este caso estatal— del mercado de valores (*securities regulation*) nacido en los Estados Unidos a raíz de las sucesivas crisis y escándalos financieros que se produjeron en

la perspectiva de la protección de los accionistas minoritarios (por ejemplo, PAZ-ARES, «El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor», en www.indret.com y en *RDM*, núm. 251, 2004, págs. 7, 16, nota 18, donde se afirma que las conclusiones de la famosa banda de los cuatro «han sido ampliamente aceptadas en la comunidad científica»). Sin embargo, la solidez científica de estos estudios económicos de comparación de ordenamientos jurídicos ha sido muy seriamente puesta en cuestión (por ejemplo, COOLS, est. cit., <http://papers.ssrn.com>). Realmente hoy está mucho más extendida la idea de que no hay datos que permitan concluir que, desde la perspectiva del buen gobierno y de la protección de los inversores, el modelo estructural americano de sociedades de accionariado disperso sea mejor que el modelo europeo de propiedad concentrada ni que los derechos de la minoría que reconocen su ordenamiento garanticen una tutela más intensa a los accionistas estadounidenses (MONTALENTI, *Riv. Soc.*, 2002, 803; ROSSI, «Le c.d. regole di “corporate governance” sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?», en *Riv. Soc.*, 2001, págs. 6, 18; ZETSCHKE, «Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations-A Six Country Comparison», en *ECFR* 1/2005, pág. 109, nota 4; GARRIDO, *La distribución y el control del poder*, pág. 62, nota 124; incluso en el ámbito americano, vid. COFFEE, «A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ», <http://ssrn.com/abstract=694581>, donde se destaca la relación directa que existe entre escándalos y conductas fraudulentas de los ejecutivos estadounidenses y la enorme diferencia entre ganancias medias de trabajadores y directivos, o la proliferación en estas sociedades de sistemas de remuneración indicados al valor de las acciones, como las *stock-options*).

(13) BEBCHUCK/ROE, «A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance», 52 *Stanford L. Rev.* (1999), pág. 127, y <http://papers.ssrn.com> (de donde se cita); ROE, «Path Dependence, Political Options, and Governance Systems», en Hopt-Kanda-Roe-Wymeersch, *Comparative Corporate Governance*, Oxford, 1998, pág. 165 y sigs.; para una explicación en clave «política» de esta diversidad, vid. ROE, «Political Preconditions To Separating Ownership from Control: The Incompatibility of the American Public Firm with Social Democracy», <http://papers.ssrn.com>; McCONVILL J., «The separation of ownership and control under a happiness-based theory of the corporation», en *The Company Lawyer*, vol. 26, 2005, pág. 35 y sigs.); entre nosotros menciona diferentes variables que inciden en la diversa configuración jurídica de las sociedades anónimas en PÉREZ CARRILLO, «Gobierno corporativo en Estados Unidos y en Europa: administración, propiedad y auditoría ante la reforma», en *RdS*, núm. 24, 2005, págs. 139, 141 y sigs.

este país durante el siglo xx (14). Estas diferencias justificarían el rechazo al directo trasplante de las instituciones estadounidenses al ámbito español (15) y europeo (16).

b) Los problemas de gobierno corporativo no sólo se enfocaron desde la óptica de la estructura económico-empresarial estadounidense. También se consideró que debían seguirse la misma metodología seguida en aquel país. En concreto en la segunda mitad de los años noventa se entendió que la vía para afrontar las carencias en materia de gobierno desde el punto de vista jurídico era constituir unas comisiones de expertos que se encargaran de estudiar los defectos existentes en la organización y gestión de las grandes empresas, para que estas comisiones redactaran y ofrecieran a las empresas una serie de recomendaciones, carentes de un estricto valor normativo («códigos éticos» o propuestas de «buenas prácticas»), pero, en todo caso, dirigidas a su adopción para conseguir la mejora de las estructuras de gobierno y el establecimiento de correctas pautas de actuación de sus directivos. En España el primer paso en esta línea se dio con ocasión del nombramiento por el Ministerio de Economía y Hacienda en 1997 de una comisión que presidía el profesor Olivencia y que presentó el 26 de febrero de 1998 el documento «*El gobierno de las sociedades cotizadas*»; este documento se componía de una introducción, un «*informe sobre el Consejo de administración*» y un «*código de buen gobierno*» que incluía 23 recomendaciones. Sus redactores confiaban en que estas recomendaciones se seguirían voluntariamente por las sociedades anónimas y que así lo harían público. Partiendo de la hipótesis de que los mercado financieros son eficientes, se pensaba que las sociedades se verían naturalmente impulsadas a cumplir aquellas recomendaciones ya que de esta forma les resultaría más barato obtener recursos del público—interesado en invertir en empresas dirigidas por ejecutivos que se guían por

(14) MERKT, «Struggling for a More Liberal Approach», en *ECFR*, 1/2004, pág. 3. La Sarbanes-Oxley Act de 2002 supone el acercamiento del régimen estadounidense de sociedades hacia una regulación imperativa, según el modelo seguido en el mercado de valores (MERKT, «Zum Verhältnis von Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht in der Diskussion um die Corporate governance», en *AG*, 2003, págs. 126, 130).

(15) SÁNCHEZ ANDRÉS («*ius publicum-ius privatum*. Gobierno corporativo y mercado de valores», cit.) es especialmente crítico respecto del pase que se propugna «*con armas y bagajes*» a la órbita del Derecho norteamericano. Esta crítica vale también para otros sectores del Derecho Mercantil, como el referido a la importación directa y acrítica de las Normas Internacionales de Contabilidad (IASC), a pesar de las serias advertencias que se hicieron al respecto (por ejemplo, en el informe Aldama) y que, sin embargo, fueron ignoradas (GONDRA, «Los mercados internacionales de capitales marcan el rumbo del Derecho europeo de balances: ¿Hacia dónde nos llevan?», en AA.VV., *Responsabilidad social corporativa: aspectos jurídico-económicos*, Castellón, 2005, pág. 99 y sigs.).

(16) Adopta una actitud más favorable a la importación o trasplante de las instituciones estadounidenses FLEISCHER H., «Legal Transplants im deutschen Aktienrecht», en *NZG*, 24/2004, pág. 1129 y sigs.

correctas pautas de organización y comportamiento—. Por ello, sin necesidad de que se les impusiera la difusión de la información relativa al sistema de gobierno adoptado, esta acabaría aflorando al mercado. En efecto, se decía que las sociedades mejor gestionadas serían las primeras interesadas en darlo a conocer, mientras que las incumplidoras de las buenas pautas serían penalizadas a la hora de recabar financiación (17).

Las recomendaciones del «Código Olivencia» se referían a la configuración del Consejo de Administración como un órgano de control o supervisión de los ejecutivos; a la división del trabajo en su seno mediante la creación de comisiones internas (de auditoría, de nombramientos, de remuneraciones); a la composición del Consejo, promoviéndose la reducción del número de consejeros y la previsión de diferentes tipos de estos (ejecutivos, dominicales, independientes); a la remuneración de los administradores, aconsejándose prudencia y transparencia; a la previsión, por vía estatutaria o a través del reglamento interno, de un catálogo de normas de conducta que reflejaran el cumplimiento por los administradores de sus deberes de lealtad, en particular en situaciones de conflictos de intereses; y a la identificación del «interés social» —por tanto el criterio rector de la vida de la sociedad— con el incremento del valor de las acciones (*share value*). En cambio, el «Código Olivencia» desechó toda reforma de la Junta General y no consideró el papel de los accionistas como instrumento de control de los administradores, al considerar imposible superar la famosa apatía del pequeño inversor. Éste no tendría otro instrumento para proteger efectivamente sus intereses que la venta de sus acciones de acuerdo con la conocida como *wall street rule* o «votar con los pies» (18).

El «Código Olivencia» obtuvo un importante aval de los poderes públicos. En efecto, la CNMV promovió su adopción por las empresas españolas y, por su propia cuenta, elaboró un «*reglamento tipo del Consejo de administración ajustado al código de buen gobierno*». La CNMV se comprometió también a informar anualmente sobre el grado en que las sociedades cotizadas españolas cumplían las recomendaciones del «Código Olivencia». Ahora bien, esto suponía ya reconocer el fracaso de la hipótesis de la eficiencia del mercado, al menos a la hora de generar y trasladar al mercado la información. En efecto, la existencia de este tipo de impulsos externos, más o menos coercitivos (y sin duda

(17) MERKT, *ECFR*, 1/2004, pág. 8; para la hipótesis de la eficiencia del mercado de capitales en España, GARCÍA DE ENTERRÍA, «Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al *securities law* de los Estados Unidos», en *RDM*, núm. 193-194, 1989, pág. 653, esp. pág. 657 y sigs.; ARRUÑADA, *Control y regulación de la sociedad anónima*, Madrid, 1990, pág. 25 y sigs.

(18) El informe Olivencia alegaba la futilidad del intento de revitalizar la posición del accionista y la «*escasa eficiencia disciplinar de la Junta General*» (otras referencias en ALONSO LEDESMA, «El papel de la Junta General», en ESTEBAN VELASCO, coord., Madrid, 1999, pág. 618 y sigs.).

tiene una gran capacidad de coerción la presión que la CNMV puede ejercer sobre las sociedades cotizadas) contradice el carácter voluntario que según se decía debía tener la adopción de las reglas de buen gobierno. De alguna manera esta actitud reflejaba ya la desconfianza en la capacidad selectiva del mercado que se encontraba en la base del documento (19).

A pesar de ello, el balance realizado por algunas de las personas que de forma más intensa han promovido este proceso de reforma del gobierno de las sociedades anónimas ha sido muy positivo. Se ha observado, ciertamente, que en una primera fase pudo apreciarse una actitud de *resistencia* de los ejecutivos de las sociedades cotizadas a adoptar las recomendaciones sobre buen gobierno; sin embargo, en un segundo momento, con *resignación*, la práctica totalidad de las principales empresas cotizadas (se habla de un cumplimiento del 75 por 100) españolas adoptaron aquellas recomendaciones. Aunque desde estas mismas posiciones se reconoce que en ocasiones este cumplimiento pudo ser más formal que real (20), se entendía que ello reflejaba ya una sensación de «mala conciencia». Actualmente nos encontraríamos en la tercera fase: la de una *convicción* de las empresas, fruto del cálculo racional, de que les sale a cuenta invertir en buen gobierno, ya que compitiendo en esta materia obtendrán el premio de los mercados (21).

c) En septiembre de 2002 se creó una nueva comisión de expertos —la «comisión Aldama»— que, a la luz de la decepcionante experiencia del anterior documento (22), presentó en enero de 2003 un informe «para el fomen-

(19) FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, «El debate actual sobre el gobierno corporativo», en ESTEBAN VELASCO, coord., Madrid, 1999, págs. 55, 74; ESTEBAN VELASCO, «El gobierno de las sociedades cotizadas. La experiencia española», en *CDC*, núm. 35, 2001 (pero realmente 2003), págs. 11 y 63.

(20) Mediante un ocurrencia «juego de palabras» se decía (PAZ-ARES, en *RDM*, núm. 251, 2004, pág. 13) que se podía producir un fenómeno en el que el «cumplimiento» de las recomendaciones se pudo trocar en un «cumplimiento»: digo que cumplo las recomendaciones, sin que la declaración de cumplirlas se corresponda realmente con una estricta satisfacción de los objetivos pretendidos.

(21) PAZ-ARES, en *RDM*, núm. 251, 2004, pág. 7 y sigs., *id.*, «El cálculo del buen gobierno», en *El País*, 24 de abril de 2005, *Suplemento Negocios-Extra Responsabilidad Social Corporativa*, XX. Conviene recordar que el profesor PAZ-ARES fue miembro de las comisiones que elaboraron el informe Olivencia y el informe Aldama.

(22) El balance que incluía el informe Aldama sobre la experiencia del informe Olivencia era demoledor para un modelo que se confiaba en la difusión voluntaria de la información: «Al cabo de cuatro años no se sabe con precisión hasta qué punto ha sido efectivamente aplicado, aunque sí se dispone de una evidencia parcial interesante sobre la cuestión»: ...«la opinión mayoritaria de expertos y accionistas es que, en la práctica, la información proporcionada por las sociedades cotizadas a los mercados y a sus accionistas es muy insuficiente, lo que se aplica en particular a la información proporcionada con ocasión de las Juntas de Accionistas. Ambos grupos, expertos y accionistas, dan por supuesto que, al amparo de esta falta de transparencia, se dan conflictos de intereses y el uso de información privilegiada por parte de directivos y consejeros, en detrimento de la sociedad».

to de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas» (informe Aldama). En él se aprecian importantes cambios respecto del de la comisión Olivencia (23). Ciertamente el informe Aldama reconocía la vigencia general de las recomendaciones del «Código Olivencia» y la idea de que la «autorregulación» debía ser la vía principal para conseguir una correcta organización corporativa y una actuación leal. Ello supuso mantener, como columna básica, la idea de que la autonomía privada y la libertad de los operadores constituyen el mejor camino para la mejora del gobierno de las sociedades.

No obstante, entre ambos documentos se aprecian cambios importantes tanto respecto del planteamiento de fondo como en algunos aspectos concretos. Las divergencias se sitúan fundamentalmente en que el informe Aldama estimó conveniente promulgar un marco general de normas legales imperativas en materia de transparencia, exigiendo que las sociedades anónimas hicieran pública la estructura de organización corporativa adoptada, de acuerdo con el principio *comply or explain*. Ello permitiría hablar de un sistema de «autorregulación débil» (24). Igualmente se entiende que la Ley debería fijar un catálogo de deberes de lealtad de los administradores. Por otro lado, el concepto de «interés social» que se recogía en el Código Olivencia, puesto que se dice que el interés debería asimilarse con el «*bien de la empresa en su conjunto y su continuidad a largo plazo*». Esta fórmula abre el paso a planteamientos pluralistas que tengan en cuenta otro tipo de intereses ajenos a los de los socios y, en todo caso, se desecha que el interés social se deba identificar únicamente con el incremento del valor de las acciones. El planteamiento está en consonancia con la moda de la «responsabilidad social corporativa» que hoy se entiende por muchos que no puede desatenderse en la gestión de las sociedades (25). En fin, en el informe Aldama se abandona la visión pesimista que impregnaba el Código Olivencia en relación con el valor que debería atribuirse a la Junta General y sobre el papel que juegan los accionistas en relación con el control de los administradores. En la línea de lo que se viene defendiendo en otros ámbitos (26), el informe Aldama destaca

(23) Pueden consultarse los informes Olivencia y Aldama en www.cnmv.es. Para los más destacables cambios entre ambos informes, vid. ESTEBAN VELASCO, en CDC, núm. 35, 2001 (realmente 2003), pág. 75 y sigs.

(24) ESTEBAN VELASCO, en CDC, núm. 35, 2001 (pero en realidad 2003), pág. 82.

(25) ESTEBAN VELASCO, «Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa (algunas consideraciones desde una perspectiva jurídico-societaria)», en AA.VV., *Responsabilidad social corporativa (aspectos jurídico-societarios)*, Castellón, 2005, pág. 13 y sigs.; EMBID, «La responsabilidad social corporativa ante el Derecho Mercantil», en CDC, núm. 42, 2004, pág. 11 y sigs.

(26) La Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo «*Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea - Un plan para avanzar*», 21-5-2003, COM (2003) 284, señala cuatro instrumen-

el significativo papel que puede jugar el derecho de voto y otros derechos individuales de los accionistas como un instrumento complementario para controlar a los ejecutivos a través de la Junta. La eficiencia del mercado de control de empresas como instrumento exclusivo y único de fiscalización de la gestión desarrollada por los administradores, actualmente es puesta en cuestión en la medida en que requiere unos presupuestos jurídicos —libre juego de los operadores en el citado mercado— y estructurales —superación de imperfecciones derivadas de las participaciones cruzadas o de los pactos parasociales— que están lejos de encontrarse garantizados (27). En efecto, el puro modelo de controles externos a través de las fuerzas del mercado, basado en la *wall street rule* (el accionista, al vender sus acciones, sanciona la gestión de los administradores con la que no está satisfecho) tiene una eficacia muy limitada en el caso de los accionistas que son propietarios de una proporción mínima del capital y, en el caso de los inversores institucionales, puede conducir a decisiones que pueden no resultar económicamente racionales (28). Por ello, en los ordenamientos con estructura accionarial concentra-

tos para la mejora del gobierno de las sociedades cotizadas: 1.º la transparencia de las estructuras de gobierno corporativo; 2.º el fortalecimiento de los derechos de los accionistas y el desarrollo de mecanismos que garanticen su ejercicio; 3.º la modernización del sistema de administración y control; y 4.º la coordinación de los esfuerzos de los estados miembros para mejorar el gobierno societario. En esta línea la Comisión elaboró una consulta abierta sobre los derechos de los accionistas (*Fostering an appropriate regime for Shareholders rights*, http://europa.eu.int/comm/internal-market/company/shareholders/index_en.htm). En Alemania la *Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts* (UMAG), que se aprobó en septiembre de 2005, destaca la necesidad de revitalizar la Junta General para convertirla en centro interno de debates en aras de mejorar los controles por los propietarios (*Begründung* del Proyecto de Ley; sobre la UMAG, JUAN Y MATEU, «La reforma de la *Aktiengesetz* alemana, por la UMAG de 2005», en *RdS*, núm. 25, 2005; MARTENS, «Die Reform der aktienrechtlichen Hauptversammlung», en *AG* 5/2004, pág. 238 y sigs.; en Italia, en la misma línea, MARCHETTI, «Il ruolo dell'assemblea nel T.U. e nella corporate governance», *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Milano, 1999, pág. 7.

(27) Conviene destacar que quienes menos confían en los mecanismos internos de control y que entienden que sólo el mercado de valores y el de control de empresas son eficaces para disciplinar la gestión y defender a los accionistas, poco se han ocupado de las barreras legales y estructurales del Derecho y la economía españoles. En efecto, los pactos parasociales, las participaciones recíprocas o cruzadas en diferentes sociedades y las barreras establecidas en los estatutos impiden el libre juego de este mercado. La mejor prueba de la escasa eficiencia del mercado de control de empresas lo constituye que en los últimos veinte años no se conozca prácticamente ningún caso de OPA hostil que haya tenido éxito en España.

(28) NOACK, «Aktionärsrechte im EU-Kapitalbinnenmarkt Bemerkungen zur Konsultation der EU-Kommission», en *ZIP*, 2005, pág. 325 y sigs., pág. 326; ROSSI, *Riv. Soc.*, 2001, pág. 6 y sigs.; para otras dificultades que suscita la idea de que el *exit* del accionista sea suficiente para resolver los problemas de su tutela, vid. ABBADESSA, «Il nuovo ruolo dell'assemblea nella società per azioni», *Associazione Disiano Preite, Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, págs. 163, 164.

da, la intervención de los accionistas en la Junta y el ejercicio de los derechos individuales está recuperando un lugar central en el moderno debate sobre el gobierno corporativo de las grandes sociedades anónimas (29).

III. LA LEY DE TRANSPARENCIA COMO RESPUESTA A LAS DEMANDAS DE REFORMAS LEGISLATIVAS PARA LA MEJORA DEL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS Y SU APLICACIÓN PRÁCTICA

1. EL SIGNIFICADO GENERAL DE LA REFORMA LEGISLATIVA

Inmediatamente después de darse a conocer el informe Aldama el gobierno presentó un Proyecto de Ley que sería finalmente aprobado muy pocos meses después. La Ley 26/2003 (Ley de Transparencia) pretendió dar respuesta a las demandas que aquel informe planteaba al legislador en relación con la mejora del gobierno de las sociedades anónimas. No obstante, lo hizo de forma muy deficiente. La escasa reflexión y la premura de tiempo son

(29) Muy interesante el estudio comparado de ZETSCHKE, «Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations-A Six Country Comparison», en *ECFR*, 1/2005, pág. 107 y sigs. No se está entrando aquí en el otro orden de cuestiones que reflejan el relevante papel que se asigna ahora a la Junta desde la perspectiva del reparto orgánico del poder de decisión en la sociedad anónima: nos referimos a la ampliación de sus competencias en detrimento del Consejo en relación con las decisiones estratégicas que afectan a elementos fundamentales del patrimonio social. Como se sabe, en Alemania el conocido caso Holzmüller abrió este camino que luego han seguido otras decisiones de la jurisprudencia (HÜFFER, «Zur Holzmüller-Problematik: Reduktion des Vorstandsmessens oder Grundlagenkompetenz der Hauptversammlung», en *Fest. Ulmer*, Berlin, 2003; HABERSACK, «Mitwirkungsrechte der Aktionäre nach Macotron und Gelatina», en *AG*, 5/2005, pág. 137 y sigs.). En Estados Unidos también la cuestión es ampliamente debatida en relación con la propuesta de la *Securities and Exchange Commission* de ampliar las competencias de los accionistas respecto de algunos asuntos sociales (<http://ssrn.com/abstract=471640>; BEBCHUCK, ed., «Symposium on Corporate Elections» de la *Business Lawyer Review*, celebrado en 2004; y BEBCHUCK, «The Case for Increasing Shareholding Power», 2005, 118 *Harv. L. Rev.*, 2004, pág. 836 y sigs., y en www.ssrn.com de donde se cita; en contra CÁMARA «Shareholding Voting and the Bundling Problem in Corporate Law», en *Harvard L. Rev.*, 17-12-2003, y www.ssrn.com de donde se cita; vid. también COOLS, est. cit., <http://ssrn.com/papers> destacando el dato de las mayores competencias de la Junta en el Derecho europeo frente al estadounidense como un dato fundamental en la diferente configuración de la estructura de las sociedades anónimas en ambos sistemas). En Italia una referencia al tema en SACCHI, «La partecipazione dei soci ai processi decisionali delle società di capitali», en AA.VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per G. Rossi*, Milano, 2002, pág. 183 y sigs.). También el informe Aldama entendía «recomendable que cada sociedad regule la necesidad o no de elevar a la Junta General algunas decisiones de negocio, debidamente delimitadas, que sean trascendentales para el futuro de la sociedad y los intereses de accionistas e inversores».

algunas de las razones que explican sus numerosos y graves defectos técnicos. Pero, al margen de fallos formales, las reformas que se introdujeron en aparente cumplimiento del informe Aldama reflejan algunos cambios sustanciales en aspectos fundamentales del sistema del Derecho de sociedades. Por otro lado, la aplicación de las nuevas previsiones normativas que han hecho las sociedades cotizadas españolas no permite augurar una mejora sustancial desde la perspectiva del gobierno corporativo y de los controles de los ejecutivos. El hilo argumental que seguiremos en las próximas páginas pretende demostrar que, de la misma manera que el cumplimiento por las sociedades de las recomendaciones de buen gobierno a menudo es sólo formal, la Ley de Transparencia probablemente se ha quedado también en una respuesta meramente formal o de limpieza de fachada a las exigencias de cambios legislativos que suscitó el Informe Aldama (30).

La Ley de Transparencia reformó la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley del Mercado de Valores. En la Ley de Sociedades Anónimas se modificó el derecho de voto, de representación y de información del accionista, se reguló *ex novo* el régimen de los deberes de lealtad de los administradores y se introdujo una modificación muy tangencial en la acción social de responsabilidad contra los administradores. En la Ley del Mercado de Valores se incluyó un nuevo título que regula las sociedades anónimas cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado oficial de valores. Estas modificaciones se refieren a algunos pactos parasociales que afectan a una sociedad cotizada (31); se estableció un régimen especial relativo en materia de órganos sociales con la obligación de aprobar un reglamento de ordenación interna de la Junta General y otro del Consejo de administración, y se impusieron especiales deberes de lealtad —que se añaden, pero no sustituyen, a los de la Ley de Sociedades

(30) Ya RECALDE, «La experiencia española en la instauración de reglas de “buen gobierno” en las sociedades anónimas: un balance decepcionante», en Embid/Vítolo, dirs., *Sociedades Comerciales. Los administradores y los socios. Gobierno corporativo. II Congreso Argentino-Español de Derecho Mercantil, Iguazú, 2003*, Buenos Aires s.g. (pero 2005).

(31) Los pactos afectados por la Ley son los referidos al derecho de voto o que restrinjan la transmisibilidad de las acciones. Se impone la transparencia de este tipo de pactos, previéndose su ineficacia en el caso de que no se cumplan estas obligaciones; pero, también, se establece una desconcertante sanción de ineficacia retroactiva, aparentemente sin posibilidad de ser sanada mediante el cumplimiento de las exigencias de transparencia, aplicable a algunos pactos previos a la ley (para algunas de las cuestiones que plantea el deplorable régimen de los pactos parasociales previsto en la Ley de Transparencia, vid. RECALDE/DE DIOS, «Los pactos parasociales en la Ley de Transparencia: una cuestión polémica», en *La Ley*, 9 de enero de 2004; radicalmente en contra del método y de las principales conclusiones de nuestro trabajo, GARCIMARTÍN, «La europeización del Derecho Privado y el Derecho de OPAs español», en *Revista Española de Derecho Europeo*, núm. 11, 2004, pág. 343 y sigs.; una crítica más matizada, ILLESCAS, «La transparencia de las Sociedades Anónimas cotizadas y los pactos parasociales», en *DN*, núm. 165, 2004, pág. 5 y sigs.).

Anónimas— a los administradores de las sociedades cotizadas en supuestos de conflictos de intereses; en fin, se previó un nuevo régimen sobre información societaria y sobre los instrumentos de información.

Desde una perspectiva sistemática resulta discutible que el régimen de la sociedad anónima cotizada se deba ubicar en la Ley del Mercado de Valores, pues esta es una Ley destinada a regular los mercados de valores desde una perspectiva institucional. Por otro lado, no siempre se cumple aquel principio ya que también la misma Ley de Transparencia introduce en la Ley de Sociedades Anónimas una norma especial en relación con el derecho de información en las sociedades cotizadas (art. 112) (32) y el régimen de la Ley del Mercado de Valores previsto de los pactos parasociales se puede extender también a sociedades no cotizadas que ejerzan el control sobre una cotizada; en fin, a veces no se entiende muy bien por qué el ámbito de alguna reforma se ha limitado a las sociedades cotizadas (deberes de lealtad del art. 114 LMV) y, en otros caso, carece de sentido que la reforma se aplique a todas las sociedades anónimas y no sólo a las cotizadas (voto a distancia del art. 105 LSA).

Pero, sobre todo, si algo caracteriza a la Ley de Transparencia es que, aun manteniendo un marco legal imperativo que deben respetar las sociedades anónimas, deja un amplio juego a las sociedades para adaptarse a unas nuevas previsiones que no se establecen ya como normas imperativas. En la medida en que nos encontramos con leyes «habilitantes» de la autonomía privada, el balance que se deba realizar sobre la reforma necesariamente debe tener en cuenta la utilización que han hecho las sociedades de las posibilidades que se les abrieron.

En todo caso, en este lugar no se afrontará un estudio exhaustivo de todas las cuestiones que suscita la Ley de Transparencia. Se tratara, tan sólo, de extraer alguna conclusión a la luz de tres temas que hemos elegido para centrar la atención: la información sobre gobierno corporativo que las sociedades deben hacer pública, la posición de los accionistas desde la perspectiva del funcionamiento de la Junta General (con una atención particular al derecho de voto) y, de forma más breve, los deberes de lealtad de los administradores.

2. EL INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO Y LA PÁGINA WEB

a) El abandono de la hipótesis estricta de la eficiencia de los mercados de valores tiene su mejor reflejo en la imposición de un amplio caudal de

(32) Al margen de otras normas especiales sobre sociedades cotizadas en materia de acciones rescatables o de derecho de suscripción preferente (MARTÍNEZ MARTÍNEZ, «Derecho de información del accionista e instrumentos y obligaciones de información en la sociedad», en *RdS*, núm. 25, 2005, pág. 19).

información que las sociedades necesariamente deben trasladar al mercado de acuerdo con el principio *comply or explain*. La información ya no sólo afecta a datos financieros o económicos que pudieran repercutir en la cotización, sino también a la organización jurídica de la sociedad. El modelo sigue presidido por la autorregulación, pero a las sociedades se les impone, ahora, la obligación de publicar la estructura organizativa que hubieran adoptado (33). En efecto, las sociedades anónimas cotizadas (art. 116 LMV) y las emisoras de valores que se negocien en mercados oficiales de valores (Disp. Ad. 3.^a de la Ley de Transparencia) deben redactar y hacer público anualmente un «informe de gobierno corporativo» (34). Y se prevé, también, que para esa publicación deberán disponer de una página web. Obviamente, los nuevos instrumentos de publicidad suscitan numerosas cuestiones que ahora no pueden ser atendidas en detalle. Me limitaré a una consideración general sobre el significado sustantivo que tiene el informe de gobierno corporativo y sobre la página web como instrumento de publicidad formal de las sociedades anónimas cotizadas para la información societaria y para el ejercicio del derecho de información que le reconoce la Ley de Sociedades Anónimas (35).

b) Al referirse al contenido mínimo que debe incluir el informe de gobierno corporativo la Ley menciona numerosos datos: estructura de propiedad de la sociedad y participaciones significativas; participaciones de las que son titulares los miembros del consejo y autocartera de la sociedad; estructura de la administración (precisando cuál es la composición del órgano de administración, sus reglas de organización y funcionamiento, remuneración, fun-

(33) Este principio se recoge, por ejemplo, en el «Informe del grupo de expertos de alto nivel del Derecho de Sociedades de la Comisión Europea» (*Informe Winter*), en el segundo informe de la OCDE (*Principles of corporate Governance, Draft revised text* 2004), o en el mismo informe Aldama. Especialmente significativo es el Derecho alemán que, tras la reforma de la *Transparenz- und Publizitätsgesetz* de 2002, incluyó en el § 161 *AktG* la obligación de realizar una declaración sobre cumplimiento del código de gobierno corporativo (LUTTER, «Die Erklärung zum Corporate Governance Kodex gemäss § 161 AktG», en *ZHR*, 166, 2002, pág. 523; ULMER, «Der Deutsche Corporate Governance Kodex - ein neues Regulierungsinstrument für börsennotierte Aktiengesellschaften», en *ZHR*, 166, 2002, pág. 150 y sigs.; ETTNER/GRÜTZEDIK, «Haftungsrisiken im Zusammenhang mit der Abgabe der Corporate Governance Entsprechenserklärung gemäss § 161 AktG», en *AG*, 7/2003, pág. 353 y sigs.). En otros países se exigía igualmente una declaración semejante, si bien prescindiendo de normas legales que impusieran su cumplimiento, pues esta regla se situaba, todo lo más, en el marco de las exigencias para mantener la cotización (para la comparación del Derecho alemán e inglés, vid. GOULDING-MILES-SCHALL, «Judicial Enforcement of Extra-legal Codes in UK and German Company Law», en *ECFR*, 1/2005, pág. 20 y sigs.).

(34) SÁNCHEZ CALERO, «Informe anual del gobierno corporativo», en *RDBB*, núm. 94, 2004, pág. 7 y sigs.

(35) Una nueva incongruencia sistemática se aprecia en que el reconocimiento de los nuevos instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas se establece en el artículo 117.1 LMV, cuando el contenido del derecho viene delimitado por la Ley de Sociedades Anónimas (MARTÍNEZ MARTÍNEZ, en *RdS*, núm. 25, 2005, pág. 27).

ciones y cargos de los administradores); operaciones vinculadas; sistemas de control de riesgo; reglas de funcionamiento de la Junta General y desarrollo de las reuniones celebradas; finalmente, el informe incluirá una declaración sobre el seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo o, en caso de no seguirse, se deben explicar las razones del incumplimiento. El contenido y la estructura del informe de gobierno corporativo han sido desarrollados, de acuerdo con la habilitación prevista en la Ley (vid. art. 116.4 LMV), por el Ministerio de Economía y la CNMV (36). Por otro lado, el informe de gobierno corporativo se ha de comunicar a la CNMV y dar a conocer a través de la página web que deben tener todas las sociedades cotizadas (art. 117 LMV). A su vez, el nuevo instrumento formal de información debe incluir otros datos de la empresa relevantes para los terceros (37).

Como se puede apreciar sin dificultad, el informe del gobierno corporativo y la página web publican datos que ya eran cognoscibles por otros medios, en particular, a través de los registros de la CNMV o, incluso, del Registro Mercantil. De esta manera, la página web se convierte en un instrumento obligado de publicidad que se superpone a la publicidad jurídica a la que ya se podía acceder a través de otros medios. Es obvio que la coexistencia de diferentes instrumentos de publicidad formal impuestos por la Ley puede generar problemas cuando sus datos no coincidan (38). E, indudable-

(36) Orden del Ministerio de Economía 3722/2003, de 26 de diciembre, y Circular CNMV 1/2004, de 17 de marzo.

(37) El apartado cuarto de la OM^º ECO señalaba que la página web habrá de tener, al menos, el siguiente contenido: los estatutos sociales, el reglamento de la Junta General, el reglamento del Consejo de Administración y, en su caso, los reglamentos de las Comisiones del Consejo de Administración, la memoria anual y el reglamento interno de conducta, los informes del gobierno corporativo, los documentos relativos a las Juntas Generales ordinarias y extraordinarias, con información sobre el orden del día, las propuestas del Consejo de Administración, así como cualquier información relevante que puedan precisar los accionistas para emitir su voto, la información sobre el desarrollo de las Juntas celebradas y, en particular, sobre la composición de la Junta al constituirse, acuerdos adoptados y número de votos emitidos en cada una de las propuestas del orden del día (con cierta incorrección, pues el orden del día no incluye propuestas sino asuntos a tratar), los cauces de comunicación existentes entre la sociedad y los accionistas con indicación particular sobre las formas de ejercicio del derecho de información, los medios y procedimientos para conferir la representación en la Junta, los medios y procedimientos para ejercitar el voto a distancia, incluidos, en su caso, los formularios para acreditar la asistencia y el ejercicio del voto por medios telemáticos en las Juntas Generales, y los hechos relevantes.

(38) Sobre los inconvenientes que derivan de la previsión obligatoria de diferentes instrumentos de publicidad y la conveniencia de una unificación de todos los datos que deben publicarse a través de un único medio de publicidad centralizado, vid. NOACK, «Elektronische Publizität im Aktien- und Kapitalmarktrecht in Deutschland und Europa», en AG, 2003, págs. 537, 549. A estos efectos puede cumplir una importante función la reforma de la Primera Directiva en materia de publicidad de sociedades (Directiva de 11 de junio de 2003) que prevé la creación de un espacio registral europeo de las empresas

mente, a estos efectos resulta insuficiente con la mera posibilidad de que las sociedades difundan la información que están obligadas a hacer pública mediante enlaces —links— que permitan acceder directamente a la información que se ofrece en las bases telemáticas del Registro Mercantil o de la CNMV (39) u ofrecer conexiones con este Registro o con otros, como prevé la Circular de la CNMV sobre la página web. Basta con recordar que, en virtud del principio de publicidad material negativa, los actos inscribibles en el Registro no serán oponibles a los terceros salvo que estos hubieran actuado de mala fe (art. 21 del Código de Comercio). El problema es que la publicación en la página web de determinados datos inscribibles podría ser utilizada para intentar romper la presunción de buena fe del tercero que confía en los datos que constasen en el Registro Mercantil, sobre todo porque no se trata de una mera publicación comercial de carácter voluntario, sino que viene exigida legalmente.

Por otro lado, en relación con la declaración del informe de gobierno corporativo sobre el cumplimiento de las recomendaciones sobre buen gobierno o, en su caso, la explicación de las razones por las que estas no se siguen, el primer problema que se plantea se refiere a la misma determinación de cuáles son las recomendaciones sobre cuyo grado de cumplimiento debe realizarse la declaración. La Orden del Ministerio de Economía advertía que la cuestión habría de resolverse mediante la elaboración por la CNMV de un «documento único», pero no se precisó si la CNMV debía proceder eligiendo el «mejor» de los documentos del panorama nacional e internacional, o haciendo una mezcla en la que introduciría elementos de los diferentes informes sobre gobierno corporativo. Mientras tanto, el apartado F del modelo aprobado por la Circular de la CNMV de informe de buen gobierno se limitó a indicar, sin el detalle de otros apartados, que, en tanto no se elaborase este «documento único», *«deberán tomarse como referencia para completar este apartado las recomendaciones del informe Olivencia y del informe Aldama»*. Caben serias dudas sobre la oportunidad de atribuir a la CNMV la competencia en relación con la elaboración del documento único o, incluso, sobre la legitimidad de esta «deslegalización» de materias fundamentales. Pero en todo caso resulta inadmisibles la previsión de que, mientras no se elabore este documento único, se deberán tomar como referencia los informes Olivencia

a través de Internet y que, en todo caso, prescinda de la publicidad impresa a través de la prensa. En la adaptación a este sistema se encuentra muy avanzado el sistema registral español (VAÑO, «Información y gobierno electrónico en las sociedades cotizadas», en *RDBB*, núm. 95, 2004, pág. 80 y sigs.). Pero ello no superaría los inconvenientes de la superposición de esta publicidad legal con la realizada a través de la página web que también viene exigida por la ley, aunque no se precisen sus efectos.

(39) FERNÁNDEZ DEL POZO, «El reglamento de la Junta General en la Ley de Transparencia de las sociedades anónimas cotizadas (art. 113 LMV)», en *RDBB*, núm. 93, 2004, pág. 55 y sigs., pág. 81.

y Aldama. Y lo es, ante todo, porque estos documentos divergen en aspectos muy fundamentales; basta con recordar que, por ejemplo difieren, como ya se advirtió, en un tema tan básico como es el de la misma definición de lo que deba entenderse por el «interés social» que preside la actuación de los órganos sociales.

La lectura de los informes de gobierno corporativo elaborados por las sociedades cotizadas españolas permite apreciar cómo la parte correspondiente al cumplimiento de las recomendaciones sobre gobierno corporativo sigue reflejando cierto formalismo. Muchas veces aquella declaración sólo se refiere al cumplimiento de las recomendaciones del informe Olivencia, mientras que algunas de las más importantes recomendaciones del informe Aldama son ignoradas sin explicarse las razones por las que no se han seguido. En todo caso la ausencia en el informe Aldama de una lista que enumere de forma ordenada y sistemática sus recomendaciones no puede constituir una excusa para la falta de atención a las mismas en los informes sobre buen gobierno.

En fin, tampoco se puede dejar de hacer una mención a los mecanismos que garanticen el cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno. Se ha dicho que en esta materia resultan especialmente relevantes las funciones que se reconocen a la CNMV. El artículo 116.5 LMV indica que, sin perjuicio de las sanciones administrativas que puedan proceder por la falta de remisión de la documentación o del informe de gobierno corporativo o la existencia de omisiones o datos engañosos o erróneos (40), a la CNMV corresponde el «*seguimiento de las reglas de gobierno corporativo*» (art. 116.5 LMV y aptdo. primero 2 y 3 de la OM ECO/3722/2003) (41). El reconocimiento de una competencia de la CNMV en este ámbito y su definición en términos tan vagos pueden resultar peligrosos, ya que podría abrir el camino para las reclamaciones a la Administración pública (autoridad supervisora) por responsabilidad derivada de un inadecuado cumplimiento de sus funciones de vigilancia en materia de gobierno corporativo. Y el riesgo es probablemente elevado pues, como a continuación se tratará de demostrar, la forma en que las sociedades cotizadas españolas están cumpliendo las recomenda-

(40) La Ley de Transparencia ha llevado ahora a calificar estas conductas como faltas graves (art. 100.b.bis LMV). Esto supone que las normas internas de organización y los deberes que se establecen en los Reglamentos del Consejo o de la Junta se configuren como «normas de conducta en el plano del Mercado de Valores» (como ya propugnara SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad anónima modelo*, 166; contra esta conclusión antes de la Ley de Transparencia, ESTEBAN VELASCO, en *CDC*, núm. 35, 2001, pág. 61, nota 90).

(41) SÁNCHEZ CALERO, en *RDBB*, núm. 94, 2004, pág. 19; en relación con la vulneración de lo previsto en el Reglamento de la Junta, SÁNCHEZ CALERO, «Observaciones preliminares al Proyecto de ley de modificación del régimen de las sociedades cotizadas y de las anónimas en general, tras el informe Aldama», en *RdS*, núm. 20, 2003, pág. 34; EMPARANZA, «El reglamento de la junta de accionistas tras la nueva Ley 26/2003, de 17 de julio, de transparencia de las sociedades cotizadas», en *RdS*, núm. 21, 2003, pág. 160; FERNÁNDEZ DEL POZO, en *RDBB*, núm. 93, 2004, pág. 72.

ciones sobre gobierno corporativo merece serios reparos. Otra solución podría consistir en entender que el no seguimiento de las recomendaciones constituye una conducta negligente de los administradores contraria a los *standards* de profesionalidad que de ellos cabe esperar. En tal caso, si el incumplimiento de las recomendaciones causase un daño a la sociedad (lo cual no será nada fácil de demostrar), se podría ejercitar una acción de responsabilidad contra los administradores de la sociedad (42). No obstante, ello remite a otro tipo de problema, en concreto lo enormemente difícil que resulta el ejercicio de estas acciones en las sociedades cotizadas (*infra* 4).

3. LA JUNTA GENERAL, EL DERECHO DE VOTO Y, EN GENERAL, LA POSICIÓN DE LOS ACCIONISTAS

a) Con el fin de incentivar la participación de los accionistas en la Junta General todas las propuestas de reforma sobre el gobierno corporativo de los últimos tiempos se han ocupado de los siguientes temas: la adopción de un reglamento de funcionamiento de la Junta General (43), la anticipación del anuncio de la convocatoria de la Junta (44), la conveniencia de facilitar el asociacionismo accionarial, el derecho del accionista a integrar el orden del día con nuevos asuntos o a presentar propuestas alternativas a las de los

(42) Para la jurisprudencia inglesa y alemana, GOULDING-MILES-SCHALL, en *ECFR*, 1/2005, pág. 28 y sigs.

(43) EMPARANZA, en *RdS*, núm. 21, 2003, págs. 149, 152 y sigs.; RAMOS HERRANZ, «El reglamento de la Junta General en las Sociedades Anónimas cotizadas», en *RDM*, núm. 255, 2005, pág. 187 y sigs. La *KonTraG* (Ley para el control y la transparencia empresarial de 27-4-1998) señalaba que el Reglamento interno de la Junta puede «ayudar a la revitalización de la Junta General, a la concentración en un debate de contenido técnico y, en definitiva, a mejorar el control por parte de los propietarios»; no obstante, la adopción de Reglamentos tuvo escaso éxito debido a lo desmesurado del *quórum* que se exigía para su aprobación y a su carácter voluntario (FERNÁNDEZ DEL POZO, en *RDBB*, núm. 93, 2004, pág. 59). En España, la obligatoria aprobación de estos Reglamentos (art. 113 LMV) ha supuesto que todas las sociedades cotizadas dispongan de ellos; más discutible es que realmente sirvan para lo que se pretendía.

(44) El artículo 97 LSA sólo exige quince días de antelación. La anticipación de este plazo venía siendo demandada por la doctrina hace tiempo (TAPIA, «La Junta General de la sociedad cotizada», en *Est. S. Calero*, III, págs. 2936 y 2957; ALONSO LEDESMA, «El papel de la Junta General», pág. 647; RONCERO, *La representación del accionista en la Junta General*, pág. 417; FERNÁNDEZ DEL POZO, en *RDBB*, núm. 93, 2004, pág. 81). El informe Aldama también recomendaba ampliar la anticipación de la fecha de la convocatoria, sin que esta recomendación obtuviera respuesta del legislador o de las sociedades, sino sólo silencio. Finalmente, el Proyecto de Ley regulador de la Sociedad Anónima europea domiciliada en España incluye una Disposición Final 1.^a que modificaría varios preceptos de la LSA, entre los cuales estaría el artículo 97 LSA, para exigir que la convocatoria se realice, al menos, con un mes de antelación a la fecha de celebración de la Junta.

administradores y la modificación de los modelos de funcionamiento de la Junta y de participación de los socios mediante la introducción de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación (45). Me referiré a estos últimos aspectos a la luz de la respuesta práctica que han dado las sociedades españolas a las recomendaciones sobre buen gobierno y a las posibilidades legales abiertas a la autonomía privada.

b) En ningún momento la Ley de Transparencia se ha referido al derecho de los accionistas a ampliar el orden del día mediante la introducción de nuevos asuntos o a presentar propuestas alternativas a las del Consejo (46). Sigue, por tanto, en vigor el régimen de la Ley de Sociedades Anónimas en relación con la inclusión de nuevos asuntos en el orden del día (47). Las

(45) Puede citarse el informe de la OCDE de 2004 sobre *corporate governance* o, en España, el informe Aldama que recomendaba la «potenciación del papel de la Junta General de Accionistas como órgano de decisión y control básico de la vida de la sociedad y la tutela de los intereses de los accionistas».

(46) Ello contrasta con el reconocimiento y regulación expresa de estos derechos de los accionistas en los §§ 124.1 y 126.1 *AktG* (NOACK, «Neuerungen im Recht der Hauptversammlung durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz und den Deutschen Corporate Governance Kodex», en *DB*, 2002, págs. 620, 622). Igualmente en el Derecho inglés [s. 372.(2) y sigs. 376 *Companies Act*]. También en los Estados Unidos existe una detallada regulación del derecho a presentar propuestas alternativas a las de los directivos, en la que se permite a los accionistas, entre otras cuestiones, disponer de una lista de los demás accionistas para poder dirigirse a ellos; también se redujeron los costes de las comunicaciones (Regulation 14.A de la *Federal Proxy Rules* aprobadas por *Regulation of Communications Among Securityholders*, Exchange Act Release, N.º 31,326 [1992]; PONDS KOBLE, «Shareholder Voting Over the Internet: A Proposal for Increasing Shareholder Participation in Corporate Governance», en *Alabama Law Review*, núm. 49, 1998 y www.law.ua.edu/law de donde se cita; ABBADESSA, «Il Nuovo ruolo dell'assemblea nella società per azioni», págs. 166 y 167 y sigs.; para un estudio comparado, vid. ZETSCHKE, en *ECFR*, 1/2005, pág. 123 y sigs.). No ha sucedido así, en cambio, en Italia, donde se criticó el silencio en la materia del *Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria* (COSTI, «Risparmio gestito e governo societario», en *Giur. Comm.*, 1998, pág. 319; sobre las virtudes de la posibilidad de que los accionistas presenten propuestas alternativas para el buen gobierno, vid. GARRIDO, *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas*, pág. 249 y sigs.).

(47) Es objeto de discusión si en el Derecho español existe un derecho de los accionistas a incluir asuntos en el orden del día. Esta posibilidad expresamente sólo se reconoce en el caso de solicitud de convocatoria por accionistas titulares del 5 por 100 del capital (art. 100 LSA). Se manifiesta favorable a la posibilidad de que los accionistas puedan introducir nuevos puntos del orden del día sobre la base de aquel precepto, URÍA-MENÉNDEZ-MUÑOZ PLANAS, *La Junta General*, T. V, en URÍA-MENÉNDEZ-OLIVENCIA, *Comentario del régimen de las sociedades mercantiles*, Madrid, 1992, 90 y sigs.; y JUSTE MENCIA, *Los derechos de la minoría en la sociedad anónima*, Pamplona, 1995, pág. 262; en contra, MORRAL SOLDEVILA, en ARROYO-EMBED, *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 2001, pág. 979 y sigs. En el proyectado nuevo artículo 97 LSA (vid. Disposición Final 1.ª del Proyecto de Ley de la Sociedad Anónima Europea domiciliada en España) se prevé la inclusión de un párrafo tercero redactado en los siguientes términos: «3. Los accionistas que representen, al menos, el 5 por 100 del capital social, podrán solicitar que se publique un complemento a la convocatoria de una Junta General de Accionistas

recomendaciones del informe Aldama respecto a la conveniencia de que se ampliaran las posibilidades de que los accionistas presenten nuevos asuntos para su discusión en la Junta deberán satisfacerse dentro de la libertad de autorregulación que se reconoce a los estatutos (48).

De cualquier modo, nadie discute que respecto de los asuntos incluidos en el orden del día cualquier accionista puede presentar una propuesta alternativa a la formulada por los administradores, siempre que no se trate de propuestas que debieran estar publicadas y a disposición del conjunto de los accionistas con cierta antelación. Ahora bien, para que la aprobación de las propuestas presentadas por los accionistas diferentes a las del Consejo tuviera cierta posibilidad de éxito sería necesario que pudieran darlas a conocer al resto de los accionistas y que ello pudiera realizarse sin costes excesivos. En efecto, desde la perspectiva de la garantía de la capacidad de los accionistas para decidir en la Junta lo conveniente no es sólo permitirles conocer genéricamente los asuntos de que se van a tratar en ella, sino también las propuestas que van a discutirse sobre tales asuntos. De ahí que resulte básico crear instrumentos que faciliten la comunicación de los socios con la sociedad y entre sí (49). Habitualmente se ha considerado que esta función la debería cumplir la página web de la sociedad, que se podría configurar como un auténtico foro de discusión de los socios sobre todos los asuntos sociales fundamentales y sobre las propuestas presentadas para su debate y aprobación en la Junta General (50). Por lo tanto, la página web de la sociedad no sólo

incluyendo uno o más puntos en el orden del día. El ejercicio de este derecho deberá hacerse mediante notificación fehaciente que habrá de recibirse en el domicilio social dentro de los cinco días siguientes a la publicación de la convocatoria. El complemento de la convocatoria deberá publicarse con quince días de antelación como mínimo a la fecha establecida para la reunión de la Junta». Como en tantas ocasiones se puede ya advertir que la fijación del umbral en el 5 por 100 del capital imposibilitará, en la mayor parte de las ocasiones, su ejercicio en las sociedades cotizadas.

(48) Mucho más discutible es que esta previsión se pueda incluir a través del Reglamento de la Junta General (en contra, SÁNCHEZ CALERO, en *RdS*, núm. 20, 2003, pág. 35).

(49) RECALDE, «Publicidad de los datos personales incluidos en los registros de accionistas», en *RdS*, núm. 18, 2002; FERNÁNDEZ DEL POZO, en *RDBB*, núm. 93, 2004, pág. 91 y nota 76. Un obstáculo al establecimiento de estos cauces de comunicación entre los socios se sitúa en las dificultades existentes para que los accionistas puedan relacionarse con los demás accionistas e, incluso, para que puedan conocerlos, como consecuencia del restrictivo acceso a los datos de los accionistas que *de lege lata* refleja el régimen de representación inmaterializada de las acciones mediante anotaciones en cuenta (ya RECALDE, «Sobre el carácter pretendidamente nominativo de las anotaciones en cuenta», en *RDBB*, núm. 50, 1992). Ello contrasta con lo previsto en el Derecho estadounidense del mercado de valores (*supra* nota 46).

(50) La reciente reforma del Derecho de Sociedades Anónimas de 2005 (UMAG) prevé la introducción de un §127.a en la *AktG*, en el que se prescribirá que en el «boletín federal electrónico» (*elektronisches Bundesanzeiger*) de las empresas que gestiona el Ministerio de Justicia se constituirá un «forum de accionistas» para permitir la participación de éstos y de las asociaciones de accionistas. Es decir, se ha rechazado la utilización de

debería utilizarse por los administradores para hacer públicas sus propuestas (algo a lo que ahora vienen obligados), sino también para que en un plano de igualdad de armas cualquier accionista pudiera defender y dar a conocer sus propias propuestas al resto de los accionistas (51). A esta función se refería el informe Aldama cuando indicaba que la página web debería servir para que los socios pudiesen formular propuestas alternativas en relación con los puestos del orden del día, debiendo la sociedad facilitar que tales propuestas fuesen conocidas por los restantes accionistas (52).

Sin embargo, la normativa que ha desarrollado el régimen de la página web no se ha referido a estas cuestiones. Por otro lado, tampoco las sociedades anónimas españolas que cotizan en Bolsa han hecho uso en la práctica de esta posible vía de comunicación (53). Más bien, los reglamentos de Junta General de las sociedades anónimas cotizadas españolas, ignorando la recomendación del informe Aldama (y, por cierto, sin explicar en sus informes de gobierno corporativo la razón por la que no la cumplen) reflejan un claro recelo hacia cualquier tipo de propuestas que no provengan del Consejo. El mejor ejemplo de ello es la previsión generalizada en la mayor parte de las

la página web de la sociedad a estos efectos y se ha optado por crear foros de discusión (por otro lado bastante restrictivos respecto de las comunicaciones que en ellos se pueden realizar) (al respecto, JUAN Y MATEU, en *RdS*, núm. 26, 2005). Este novedoso instrumento de información se introdujo ya con ocasión de la reforma aprobada en 2002 por la *Trans-PuG* que preveía (§§ 125 y 126 *AktG*) que la comunicación por la sociedad a todos los accionistas de las propuestas presentadas en relación con los asuntos de la Junta se podía realizar a través del «boletín federal electrónico» de las empresas, vid. NOACK, en *DB*, 2002, pág. 622.

(51) Como se indicó antes, la Orden del Ministerio de Economía que desarrolla el régimen del informe anual sobre gobierno corporativo y de la página web, indica que en ésta deben aparecer las «*propuestas del Consejo de Administración*»; pero también «*cualquier información relevante que puedan precisar los accionistas para emitir su voto*»; esta última indicación podría abrir la vía para interpretar que la página web también debería servir para hacer públicas las propuestas alternativas que no provengan del Consejo.

(52) «*Singularmente, los accionistas deben encontrar en la página web corporativa la vía para la formulación de sus propuestas alternativas en relación con los puntos del orden del día y peticiones de información, debiendo la sociedad, por la misma vía, facilitar que aquellas propuestas sean conocidas por los restantes accionistas con suficiente antelación al momento en que, si procede, deban ser sometidas a la Junta General*».

(53) FERNÁNDEZ DEL POZO, en *RDBB*, núm. 93, 2004, pág. 84, considera desalentadora la experiencia de las sociedades cotizadas españolas en relación con este punto. Valga como ejemplo el Reglamento de la Junta General de Endesa donde se señala que los accionistas, «*previa consignación de su identidad como tales y a través de la Oficina del Accionista o por medio de la página de internet de la Sociedad, podrán comentar o realizar sugerencias por escrito con relación a las materias del orden del día. De estos comentarios o sugerencias no se informará a la Junta General, sin perjuicio de que el Consejo de Administración pueda tenerlos en cuenta y del derecho del accionista a intervenir en las deliberaciones de la Junta General en relación con el orden del día de la misma*». Como se ve el derecho de los accionistas a hacer propuestas o comentarios sobre las propuestas ya presentadas no se contempla como una comunicación dirigida a los demás accionistas.

sociedades cotizadas españolas de procedimientos de cómputo de votos que directamente desalientan la presentación de nuevas propuestas o de propuestas alternativas a las del Consejo. En efecto, en los reglamentos de la Junta General de la mayor parte de las sociedades cotizadas a menudo se suelen incluir las presunciones de que el voto de los accionistas que constan como presentes en la Lista de asistentes es favorable a las propuestas del Consejo de administración y, al mismo tiempo, que es contrario a las que no provengan de estos (el llamado sistema de voto de «*deducción positiva*» y de «*deducción negativa*») (54). Este tipo de previsiones encuentra una justificación muy difícil desde el punto de vista de su legalidad, pues el silencio no puede considerarse una declaración de voluntad salvo que existan elementos indiciarios suficientes que acrediten que la voluntad del que calla lo es en el sentido indicado, y no parece que a estos efectos sea suficiente una mera previsión en los estatutos o en un Reglamento de la Junta; por otro lado, resulta absolutamente insólita una cláusula, favorable siempre en el sentido de quien dispone del control, que a veces conduce a interpretar el silencio en un sentido y otras veces precisamente en el sentido contrario (55). En todo caso, la «desigualdad de armas» que aquellas presunciones reflejan resulta inadmi-

(54) Los Reglamentos de varias de las más importantes sociedades cotizadas presumen (salvo que expresamente se diga lo contrario) que los accionistas votan a favor de las propuestas del consejo (BBVA, Unión Fenosa) o de las propuestas que constaran en el orden del día (ENDESA) y en contra de las que el consejo no apoya (BBVA) o que no constaban en el orden del día (ENDESA, Unión Fenosa; por otro lado, la interpretación de algunas de estas cláusulas no dejará de suscitar dificultades, pues el orden del día no publica propuestas sino asuntos a tratar). Es curioso que el argumento más habitual que se utilice para este tipo de previsiones sea la dificultad práctica existente para realizar el cómputo de los votos (FERNÁNDEZ DEL POZO, en *RDBB*, núm. 93, 2004, pág. 107, quien muestra cierta ironía frente a esta alegación) o para redactar con exactitud la lista de asistentes. En un momento en el que las «ciencias adelantan» más que «una barbaridad», es incomprensible que los administradores de potentísimas compañías no puedan saber quiénes están presentes en la Junta y cómo votan, y que ello sólo ocurra en nuestro país, pues estos sistemas de votación resultan insólitos en el panorama comparado (críticamente también con estas cláusulas destacando su contradicción con las recomendaciones sobre buen gobierno EMPARANZA, en *RdS*, núm. 21, 2003, pág. 159).

(55) Por otro lado, en el Reglamento de Endesa, en relación con los asuntos no incluidos en el orden del día, se presume que son «votos contrarios a la propuesta sometida a votación los correspondientes a todas las acciones concurrentes a la reunión, presentes o representadas, menos los votos que correspondan a las acciones cuyos titulares o representantes pongan en conocimiento del Notario, mediante comunicación escrita o manifestación personal, su voto a favor, en blanco o su abstención». Ello puede desvirtuar de forma grave la previsión legal de que en cualquier momento se puede discutir en la junta sobre un acuerdo de separación de administradores (art. 131 LSA) o de ejercicio de la acción de responsabilidad contra éstos (art. 134.1 LSA), incluso aunque no constase en el orden del día, ya que quien realice la propuesta debe contar con la presunción de que los votos de los accionistas que aparezcan en la lista de asistentes (salvo que indiquen otra cosa o que expresamente hubieran hecho constar que abandonaban la junta) cuentan ya en contra de la citada propuesta.

sible si lo que se pretendía era, como se decía, intensificar el activismo accionarial y los controles internos facilitando la posibilidad de una contienda en el marco de la Junta de propuestas alternativas a las presentadas por el Consejo.

c) *Derecho de voto por procedimientos electrónicos y otras técnicas de comunicación a distancia de la voluntad del socio.* Una de las cuestiones que más interés está suscitando en relación con la mejora del gobierno de las sociedades cotizadas es la que se refiere a las posibilidades que abren desde el punto de vista del incremento del activismo accionarial las nuevas tecnologías en materia de información y comunicación. Se ha dicho en ocasiones que una de las razones que podría explicar la pasividad de los accionistas se hallaría en los altos costes que deben soportar para asistir a las Juntas. Este argumento es particularmente relevante en el caso, cada vez más habitual, de accionistas cuyo domicilio se encuentra en un país diferente al de la sociedad anónima de cuyas acciones son propietarios.

En los últimos años se viene insistiendo en que la *Information and Communication Technology* constituye un instrumento que podría ayudar a superar o, al menos, a atenuar la famosa apatía de los inversores individuales. Ello se explica por el abaratamiento de costes que pueden representar tanto las vías directas (por ejemplo, participación de los accionistas en la Junta a través de internet) como indirectas (por ejemplo, atribución electrónica de delegaciones de voto) de participación de los accionistas en las Juntas (56). Pocas dudas caben de que en algunos casos la introducción de las nuevas tecnologías en el funcionamiento de las Juntas podrá contribuir a su ágil desarrollo con sólo que se produzcan pequeñas reformas legislativas (57). Pero aquí nos

(56) PONDS KOBLER, «Shareholder Voting Over the Internet: A Proposal for Increasing Shareholder Participation in Corporate governance», www.law.ua.edu/law; WYMEERSCH, «The Use of ICT in Company Law Matter», en FERRARINI-HOPT-WYMEERSCH, *Capital Markets in the Age of the Euro*, The Hague-Bonn-New York, 2002, pág. 469 y sigs.; TURELLI, «Assemblea di società per azioni e nuove tecnologie», en *Riv. Soc.* 2004, pág. 116 y sigs.; VAÑO, en *RDBB*, núm. 95, 2004, pág. 77, 100 y sigs. No obstante, tampoco pueden despreciarse los riesgos destacados por la doctrina alemana (NOACK, en *BB*, 1998, pág. 2535; HABERSACK, «Aktienrecht und Internet», en *ZHR*, 2001, pág. 196) de que por esta vía se incrementen las intervenciones perturbadoras, que se produzca un ejercicio irracional del voto o que se creen coaliciones casuales o basadas en motivos populistas).

(57) Nos referimos a la simplificación y reducción de costes en relación con el traslado de la información previa a la Junta, así como a la publicidad de la convocatoria a través de la página web (MARTÍNEZ MARTÍNEZ, en *RdS*, núm. 25, 2005, pág. 32) prescindiendo de los costes que implica la impresión de aquella documentación y de los anuncios que hoy en día exigen la mayor parte de las legislaciones. En Alemania la *TransPuG* de 2002 estableció que se podría prescindir de la exigencia de la publicación del anuncio de convocatoria en forma impresa admitiéndose una publicación realizada a través del «boletín federal electrónico de las empresas» (MIMBERG, «Schränken der Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung im Internet-die Rechtslage nach dem Inkrafttreten von NaStraG, Formvorschriften-AnpassungsG und TransPuG-», en *ZGR*, 2003, pág. 25

preocupa su virtualidad desde el punto de vista de la intensificación de la participación de los accionistas, en definitiva, en relación con el ejercicio por los accionistas de sus derechos de socio y su significación como instrumento de control de los ejecutivos.

Cuando se habla de la incidencia de las nuevas tecnologías en el desarrollo de las Juntas Generales de las sociedades anónimas se está haciendo referencia a cuestiones cuya realización práctica depende, en buena medida, de adelantos técnicos que se encuentran en una fase muy incipiente y que, de cualquier manera, pueden suponer la alteración radical de los actuales modelos de funcionamiento de estas reuniones. Tradicionalmente el Derecho de sociedades anónimas ha contemplado la Junta General como un órgano colegial, lo que se correspondería con la naturaleza corporativa de este tipo societario. Esta caracterización comporta ciertas exigencias en materia de convocatoria, de información previa que debe trasladarse a los socios, de la posibilidad de intervenir durante la celebración de la Junta o que afectan al mismo sistema de adopción de las decisiones. El método colegial y el procedimiento asambleario parecían considerarse corolarios necesarios de un proceso decisonal presidido por el principio mayoritario (58). La voluntad

y sigs.); por otro lado, el § 125.II.3.º *AktG* se reformó por la *NaStraG* 2000, admitiéndose el traslado de la información del § 125.I por correo electrónico a los accionistas que hubiesen manifestado su acuerdo (HABERSACK, en *ZHR*, núm. 165, 2001, pág. 173 y sigs.). Otra cosa es que la sociedad pueda forzar a los socios a comunicar su correo electrónico para realizar estas comunicaciones, sobre cuya oportunidad se discutió en Alemania con ocasión de la reforma de 2000, aunque finalmente se rechazase (HABERSACK, est. cit., 179; antes de la reforma RIEGGER, «Hauptversammlung und Internet», en *ZHR*, núm. 165, 2001, págs. 204, 206).

En Italia el D. Legs. 17-1-2003, n. 6, ha previsto que las sociedades que no recurren a los mercados de capital de riesgo introduzcan métodos alternativos a los de la convocatoria mediante publicaciones en prensa entre los que se encuentran los que ofrecen las nuevas tecnologías (se trata de métodos sustitutivos de los tradicionales anuncios en prensa y siempre que acrediten la recepción del anuncio por el destinatario con al menos ocho días de antelación) (TURELLI, en *Riv. Soc.*, 2004, pág. 116 y sigs.). Especialmente para la convocatoria de sociedades de pequeñas dimensiones y con un número reducido de accionistas, la comunicación electrónica puede constituir un instrumento muy adecuado.

En España se propuso la admisión de la posibilidad de Juntas convocadas por e-mail en caso de expresa previsión estatutaria (FERNÁNDEZ DEL POZO-VICENT CHULIÀ, «Internet y Derecho de Sociedades. Una primera aproximación», en *RDM*, núm. 237, 2000, pág. 946 y sigs.; también IBÁÑEZ JIMÉNEZ, «El ejercicio telemático de los derechos del accionista en las sociedades cotizadas españolas», en *RDM*, núm. 249, 2003, pág. 1029, quien consideraba que «nada puede objetarse legalmente al pacto estatutario que determine la convocatoria vía e-mail» porque el artículo 97 LSA sería una norma dispositiva, aunque en nuestra opinión esta conclusión es seriamente discutible).

(58) Por el contrario, en las sociedades de personas habría más flexibilidad respecto de la admisión de otros procedimientos decisionales, GIRÓN, *Derecho de Sociedades. Parte general y sociedades personalistas*, I, pág. 282; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *La atipicidad en Derecho de Sociedades*, Zaragoza, 1977, pág. 179 y sigs.; COTTINO-SARALE-WEIGMANN,

del socio —expresada a través del voto— sólo se podía conformar después del debate y como consecuencia de la confrontación con las opiniones de los demás socios asistentes. Por ello, en la interpretación clásica, que tenía un claro reflejo en la Legislación vigente, a la idea de Junta General era esencial la facultad de los socios de encontrarse cara a cara con los administradores y eventualmente de la posibilidad de formular preguntas que obtuvieran una respuesta directa para determinar el sentido de su voto.

Sin duda, esta es una visión mítica del rito de la Junta (59). Como ya se describió el fenómeno hace algunos años, «*el órgano compuesto por y con los accionistas, la Junta General, pensada por la Ley, poco tiene que ver con la real en las Compañías que consideramos* (las cotizadas con accionariado disperso). *La lista de asistencia... no se adentra suficientemente en el título de fondo del asistente (representación verdadera u ocupación del interés de los representados...) ...La “deliberación” en el seno de la masa de asistentes... es tan imposible como en un coso taurino (no hay más que monólogos y aclamación o autoaclamación)... La confianza en que maior pars será la melior pars... se aplica en realidad a uno o varios socios “activos” que significan un tanto por ciento a veces de un solo dígito, frente a la ausencia de los demás o su suplencia con el aparato representativo indicado*» (60).

De hecho, el mismo modelo legal admitía importantes excepciones al principio de colegialidad. En particular la llamada representación pública supone, de alguna manera, que el socio toma su decisión en relación con los asuntos que se van a tratar en la Junta antes de que se celebre la reunión; lo mismo cabe decir del reconocimiento legal de la validez y eficacia de los pactos parasociales, que materialmente conducen a que los acuerdos se adopten al margen de la Junta; o de la legitimidad del «interés del grupo» ya se identifique este con el de la sociedad dominante o con el de la «empresa multisocietaria» (61).

Pero cuando se habla de la incidencia de las nuevas tecnologías en relación con el ejercicio del derecho de voto del accionista y de su repercusión en la configuración tradicional de la Junta, antes convendría referirse brevemente a las diferentes modalidades que podría asumir la utilización de los nuevos medios de información y comunicación. Las nuevas tecnologías (in-

Società di persone e consorzi, Padova, 2004, pág. 154; NOTARI, «L'assemblea e i processi decisionali dei soci nelle proposte di riforma delle società non quotate», en *Riv. Soc.*, 2001, pág. 130 y sigs.

(59) RESCIO, «L'assemblea della public company e la sua verbalizzazione», en AA.VV., *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Padova, 1999, pág. 7 y sigs.

(60) GIRÓN, «Las reformas varias, pendientes y andantes de la sociedad anónima en España», en *La Ley*, 1989 (pág. 3-4 del periódico diario).

(61) Sobre el tema, GIRGADO, *La empresa de grupo y el derecho de sociedades*, Granada, 2001, pág. 237 y sigs., esp. pág. 266 y sigs.

ternet, el correo electrónico) pueden servir, en primer lugar, para ser soporte o instrumento de comunicación de la voluntad del socio que se manifestaría a través de ellas: piénsese en la atribución de una delegación de voto por estos medios o, incluso, de un posicionamiento previo del accionista en relación con las propuestas que se debatirán en la Junta. Ambos supuestos suponen que la voluntad se declara antes de la celebración de la Junta —y no «en» la Junta—, por lo que el accionista no ha podido tomar su decisión a la luz de la discusión y del contraste de opiniones. El voto (electrónico) que se emite antes de la Junta requiere una detallada regulación legislativa que contemple adecuadamente las numerosas implicaciones que comporta una ruptura tan radical del modelo corporativo vigente tradicionalmente en nuestro ordenamiento (62).

Pero normalmente cuando se habla de Juntas electrónicas o virtuales, no se está haciendo referencia a la utilización de las nuevas tecnologías para votar antes de la Junta sino durante la misma, facilitando una participación remota, pero directa y contemporánea, de los accionistas (63). Las modalidades

(62) El supuesto plantea los problemas típicos que suscita el «voto por correspondencia» y, por esta razón, allí donde se ha admitido el voto electrónico, ello se ha hecho con importantes cautelas: así en Italia, la posibilidad de esta forma de voto reconocida en el artículo 2.370 del Código Civil (según lo previsto en el 127 TUF 1998 y luego en el D. Legs. de 17 de enero de 2003) se ha desarrollado detalladamente en los artículos 139 y sigs. del Regolamento de la Consob n. 11971 (SABATELLI, «Voto per corrispondenza e modificabilità delle proposte nelle assemblee di società quotate», en *Riv. Soc.*, 2003, págs. 539, 551). En Francia el reconocimiento del voto por correspondencia (l. 83-1 de 3-1-1983, y actualmente art. L 225-107 del *Code de commerce —lois de sociétés—*) se ha realizado acompañando el desarrollo de esta previsión por decreto (Décrée N.º 67-236 article 131-1 y sigs.) y coordinándose con el régimen de la solicitud pública de representación (COZIAN-VIANDIER, *Droit des sociétés*, Paris, 1997, pág. 302, escéptico sobre la capacidad del voto por correo para sacar a los pequeños accionistas de su absentismo; SABATELLI, en *Riv. Soc.*, 2003, pág. 554, nota 38), dado que una y otra institución pueden utilizarse alternativamente para alcanzar los mismos efectos (COOLS, «The real difference in corporate law between the United States and continental Europe: distribution of powers», <http://ssrn.com/abstract=623286>). De hecho, cuando se introdujo el voto por correspondencia subyacía la preocupación por paliar los abusos que se cometieron con los *pouvoirs en blanc* al amparo de la previsión de que los votos se entenderían favorables a las propuestas del Consejo; en cambio, en ausencia de una indicación sobre el sentido del voto emitido por correspondencia, se estableció la presunción de que éste es contrario a las propuestas presentadas (LE CANNU, *Droit des sociétés*, pág. 487; RONCERO, «Poderes en blanco para la representación del accionista», en *RdS*, núm. 6, 1996, págs. 70, 94).

En España el artículo 391 de la propuesta de Código de Sociedades Mercantiles contemplaba la posibilidad de un voto a distancia, para lo que entendía necesario un desarrollo reglamentario, lo que hubiera sido conveniente con ocasión de la reforma introducida por la Ley de Transparencia (ALCOVER, en *RDM*, núm. 254, 2004, pág. 1366 y sigs.).

(63) Sobre la distinción entre voto anterior a la junta o «en» la Junta, y sobre el hecho de que el segundo supuesto es el relevante desde la perspectiva de la intensificación de la participación de los accionistas, mientras que el primero viene a incidir directamente sobre cuestiones fundamentales que afectan a la posición del socio, vid. NOACK, «Aktionärsrechte im EU-Kapitalbinnenmarkt –Bemerkungen zur Konsultation der EU-Kommis-

des que se pueden imaginar aquí son de lo más variadas: desde la Junta General multilocal que se transmite por videoconferencia o webcam entre dos lugares diferentes pero cercanos (64), hasta la utilización de internet para facilitar la intervención de los accionistas en la Junta a pesar de encontrarse en lugares muy distantes entre sí o respecto de la reunión. Ciertamente los problemas de orden técnico que existen para el desarrollo de este tipo de reuniones virtuales no son menores que los de orden jurídico. Sobre todo en las sociedades anónimas con accionariado amplio y disperso no será fácil conseguir que la Junta se celebre con la simultánea presencia de miles de accionistas conectados por internet que no sólo puedan saber lo que está sucediendo en ella, sino que, igualmente, puedan intervenir y expresar su opinión de manera tal que la puedan dar a conocer a los demás socios.

Por todo ello se han pretendido superar las dificultades que comporta el desarrollo de estas Juntas a distancia a través de técnicas intermedias en las que los socios sólo escuchan o ven lo que sucede en la Junta pero directamente no intervienen, ya que su participación es sólo indirecta o mediata, en concreto se realiza a través de representantes habilitados y presentes en la Junta a los que, por vía telefónica o por medios electrónicos, el socio imparte sus instrucciones (65).

sion», en AG, 2005, págs. 325, 331. También en Italia, aunque en el mismo precepto, artículo 2.370 del Código Civil italiano, se contemple la posibilidad de la participación por medios electrónicos y el voto por correspondencia, generalizadamente se entiende que se trata de dos supuestos muy diferentes, incluso desde su significación en relación con la democracia accionarial (por ejemplo, RESTAINO, en SANDULLI-SANTORO, *La riforma delle società*, Torino, 2003, pág. 308 y sigs.).

(64) Ésta constituye una práctica habitual en las Juntas de las grandes sociedades anónimas españolas que se desarrollan en locales contiguos mediante la utilización de pantallas que permiten el seguimiento y la participación en la reunión de los accionistas a través de dos salas. No deberían haber objeciones siempre que la transmisión del sonido y la imagen fuese en doble dirección (RODRÍGUEZ ARTIGAS, «Reflexiones en torno a la retransmisión por televisión de la Junta General de la SA», en RDM, núm. 121, 1971, pág. 351 y sigs.; TAPIA HERMIDA, *Est. Sánchez Calero*, III, págs. 2917, 2944) y que la distribución de los socios entre los diferentes locales no responda a criterios discriminatorios o a la voluntad de los administradores de ubicar en la sala en que ellos se encuentran a los accionistas más afectos (FERNÁNDEZ DEL POZO-VICENT CHULIÀ, en RDM, núm. 237, 2000, pág. 960 y sigs.). Por ello, es discutible el criterio que siguen algunas sociedades de colocar en una de las salas a los accionistas con participaciones más elevadas, mientras que la segunda se habilita para los pequeños accionistas. En Francia se admite expresamente la posibilidad de la Junta transmitida por videoconferencia, siempre que así lo hubieran previsto los estatutos (LE CANNU, *Droit des sociétés*, Paris, 2002, pág. 486).

(65) NOACK, «Hauptversammlung der Aktiengesellschaft und moderne Kommunikationstechnik- aktuelle Bestandaufnahme und Ausblick», en NZG, 2003, págs. 241, 245; MIMBERG, en ZGR, 2003, pág. 51; HABERSACK, en ZHR, núm. 165, 2001, pág. 182; este modelo era el que tenía en mente la SEC Release, núm. 33-7233, de 6-10-1995 (*Use of Electronic Media for Delivery Purpose*) (TURELLI, en Riv. Soc., 2004, pág. 126). El mecanismo que se ha seguido en los Estados Unidos es el de que la página web de la so-

La Ley de Transparencia se ha ocupado del derecho de voto del accionista y, a estos efectos, ha modificado varias normas de la Ley de Sociedades Anónimas. El nuevo régimen permite que tanto el ejercicio del derecho de voto sobre los asuntos del orden del día como su delegación pueda realizarse «mediante correspondencia postal, electrónica o cualquier otro medio de comunicación a distancia, siempre que se garantice debidamente la identidad del sujeto que ejerce su derecho de voto» (art. 105.4 LSA) (66); el artículo 106 LSA reitera la misma idea al indicar que la representación para asistir a la Junta se puede otorgar «*por escrito o por medios de comunicación a distancia que cumplan con los requisitos previstos en el artículo anterior para el ejercicio del derecho de voto*». A continuación nos referiremos, brevemente, al marco legal que resulta de esta reforma para atender, luego, a la utilización que han venido haciendo en la práctica las sociedades anónimas españolas de las posibilidades que se les han abierto a través de estos preceptos.

En primer lugar, debe advertirse que sistemáticamente carece de sentido la ubicación de la norma en el precepto de la Ley de Sociedades Anónimas en el que se ha ubicado. En efecto, la previsión del ejercicio del derecho de voto o de su delegación a distancia nadan tienen que ver con el resto del artículo 105 LSA (67). Por otro lado, su inclusión en la Ley de Sociedades

ciudad permita el acceso reservado y seguro de los socios a través de puertas de seguridad y mecanismos de identificación. Esta página no sólo serviría de foro de debate y de instrumento para la recepción de propuestas en relación con la Junta (*supra* nota 46) sino que también durante la celebración de la Junta podría servir como cauce para la recepción de votos de los accionistas que asisten virtualmente. Los accionistas conocen directamente lo que sucede en la Junta, pues ésta se transmite a través de la citada página; pero no pueden intervenir, por lo que ejercitan el derecho de voto a través del representante (*proxy*) encargado de recibir sus votos. Indica TURELLI (*Riv. Soc.*, 2004, pág. 129, nota 38) que en varios Estados de los Estados Unidos (Washington, Virginia, Maryland, Minnesota y Pennsylvania) se viene admitiendo que los *articles on incorporation* pueden prever este tipo de asistencia; vid. también, NOTARI, en *Riv. Soc.*, 2001, pág. 149. En el Reino Unido también en el sentido de que el procedimiento recomendable para impulsar el voto electrónico sería el de la expedición de las instrucciones a un *proxy*, aunque sin precisar si ello es posible realizarlo durante el transcurso de la Junta, vid. MYNERS, «Review of the impediments to voting UK shares», <http://www.aicr.co.uk/files/technical/04-02-04%20Final%20SVWG%20Report.pdf>.

(66) El artículo 2.370 del Código Civil italiano prevé que los estatutos consientan «la intervención en la asamblea mediante medios de telecomunicación o la expresión del voto por correspondencia». La primera posibilidad exigiría que se garantizara una participación en tiempo real en la discusión y en la votación sobre los asuntos del orden del día en un plano de paridad con los socios físicamente presentes en el lugar en que fue convocada (RESTAINO, Sandulli-Santoro, *La riforma delle società*, pág. 309).

(67) También en este sentido ALCOVER GARAU, «Aproximación al régimen jurídico del voto electrónico», en *RDM*, núm. 254, 2004, pág. 1363. En efecto, el artículo 105 LSA prevé la posibilidad de que los estatutos establezcan limitaciones de los derechos de asistencia (párrafos 1 y 3) o del número máximo de votos que puede emitir un accionista (párrafo 2) (al respecto, TOBIO, *Limitaciones de los derechos de asistencia y voto del accionista* (art. 105 LSA), Madrid, 1995, *passim*; RECALDE, *Limitaciones estatutarias del*

Anónimas permite interpretar que el voto a distancia sería una posibilidad aplicable estatutariamente a todas las sociedades anónimas, estén o no cotizadas, lo que a su vez puede plantear problemas respecto del sentido teleológico de esta previsión. En todo caso debe advertirse que en España hasta el momento el voto a distancia sólo ha tenido una amplia difusión en las sociedades cotizadas, mientras que en las no cotizadas los importantes costes administrativos y económicos que comporta este sistema de voto ha desalentado, lógicamente, su adopción.

Relacionada con este tema se encuentra una de las cuestiones más discutidas que plantea la interpretación del precepto. Nos referimos a si el voto a distancia es una posibilidad abierta a su adopción por las sociedades anónimas mediante la oportuna cláusula estatutaria o si es una cláusula que obligatoriamente deben contemplar los estatutos de todas las sociedades anónimas. En efecto, la Ley no deja claro si la remisión a los estatutos que se prevé en la norma es para que en ellos se establezca el sistema de votación a distancia cuando la sociedad lo considere conveniente, o sólo se establece para que los estatutos prevean los medios y controles aplicables a esta forma de voto que necesariamente debería regularse. Algún autor ha defendido que la Ley ha configurado el voto a distancia como un auténtico derecho individual del socio (68), por lo que los estatutos estarían obligados a regular esta posibilidad de votar por correo o por medios electrónicos de comunicación a distancia. Esta tesis no nos parece compatible (69), aunque aparentemente cuente a su favor con el argumento de la literalidad de la norma. A nuestro entender, no se obliga al desarrollo estatutario de un derecho individual e inderogable del accionista reconocido ahora en la Ley, sino que esta se limita a permitir que por vía estatutaria se contemplen las nuevas formas de manifestación de la voluntad de los socios junto a los mecanismos tradicionales. A esta conclusión conduce un atento análisis del proceso legislativo (70), el hecho de que este sistema de votos resultaría insoportablemente costoso para muchas sociedades anónimas no cotizadas (y recuérdese que la previsión se establece en la LSA sin discriminar el tipo de sociedades a las que sería

derecho de voto en las sociedades de capital, Madrid, 1996, pág. 60 y sigs.). Previsiones que carecen de cualquier relación con la posibilidad de ejercitar el derecho de voto sin asistir a la Junta (el art. 104 LSA que regula el derecho de asistencia como presupuesto del voto) o con que pueda delegarse el derecho en un tercero mediante la representación (arts. 106 y sigs. LSA).

(68) ALCOVER GARAU, en *RDM*, 254, 2004, pág. 1363 y sigs.; RAMOS HERRANZ, en *RDM*, núm. 255, 2005, pág. 212.

(69) En el mismo sentido, MUÑOZ PAREDES, *Nuevas tecnologías en el funcionamiento de las Juntas Generales y de los Consejos de Administración*, Madrid, 2005, pág. 137 y sigs.

(70) Durante la tramitación de la ley se presentó una enmienda (núm. 27 del Grupo Socialista) para obligar a las sociedades anónimas al establecimiento de sistemas de voto a distancia que fue rechazada.

aplicable) y la misma experiencia comparada de otros ordenamientos en los que se han adoptado sistemas similares (71).

Por otro lado, el contenido de las disposiciones legales sobre el voto a distancia resulta muy parco, con lo que las lagunas que se abren van a complicar necesariamente la interpretación. Sólo se prevé que los estatutos deben establecer sistemas que garanticen la identidad del sujeto que ejerce el derecho de voto (72) y que los accionistas que emitan sus votos a distancia «*deberán ser tenidos en cuenta a efectos de constitución de la Junta como presentes*». En todo lo demás se ofrece una amplísima habilitación para que los estatutos desarrollen esta norma.

d) El enorme campo concedido a la autonomía privada justifica que el examen de esta materia necesariamente se deba realizar a la luz del uso que han hecho las sociedades anónimas cotizadas españolas de la posibilidad que se les ha abierto para introducir en sus estatutos los nuevos sistemas de voto a distancia.

Todas las grandes sociedades anónimas cotizadas españolas han previsto en sus estatutos y en los reglamentos de funcionamiento interno de la Junta la posibilidad del voto a distancia y lo han hecho con profusión de publicidad en la que proclamaban tanto su adecuación a la modernidad y a las nuevas tecnologías, como la respuesta que con ello daban a las exigencias planteadas para la mejora del gobierno corporativo. Sin embargo, en relación con esta última cuestión convendría introducir más de un matiz. En la mayor parte de los casos se ha previsto una amplia variedad de medios de emisión del voto

(71) El artículo 2.370 del Código Civil italiano tan sólo prevé que los estatutos permitan la utilización de medios de telecomunicación para participar en la Junta o la expresión del voto por correspondencia, pero no obligan a ello (TURELLI, en *Riv. Soc.*, 2004, pág. 148 y sigs.; MIRONI, «Il voto per corrispondenza nelle società quotate: profili di disciplina», en *Riv. Soc.*, 1999, págs. 751, 754; no obstante, SABATELLI, en *Riv. Soc.*, 2003, pág. 547, recuerda que en Francia el voto por correspondencia se configura como un régimen de orden público).

(72) Algún autor consideró que esta garantía sólo se encuentra en la firma electrónica avanzada (VIERA GONZÁLEZ, «Previsión estatutaria y en el Reglamento de Junta General de la emisión del voto y otorgamiento de representación por medio de comunicación a distancia», en *RdS*, núm. 22, 2004, pág. 195 y sigs.). Otros, probablemente con mayor fundamento, estimaron que no debería considerarse imprescindible este sistema de acreditación y que los estatutos podrían considerar suficientes otros sistemas, aunque con ello se redujera el nivel de seguridad (FERNÁNDEZ DEL POZO, en *RDBB*, núm. 93, 2004, pág. 93; MUÑOZ PAREDES, *Nuevas tecnologías en el funcionamiento de las Juntas Generales*, págs. 140 y 168; para los límites de la firma electrónica respecto a la identificación del firmante, vid. RODRÍGUEZ ADRADOS, *La seguridad de la firma electrónica*, Madrid, 2005, *passim*; ALCOVER, en *RDM*, núm. 254, 2004, pág. 1369 y sigs.). Más grave es que en la Ley de Transparencia sólo se exigiera la previsión de mecanismos de seguridad sobre la identidad del firmante y no de la integridad del mensaje, cuestión que queda, una vez más, al albur de la previsión estatutaria (ALCOVER, en *RDM*, núm. 254, 2004, pág. 1369).

a distancia (correo, fax, entrega de carta firmada, internet e incluso teléfono móvil), aunque lo más habitual sea la previsión genérica del voto a través del correo y por medios electrónicos (73). Habitualmente los estatutos conceden una amplísima habilitación al Consejo de administración para determinar las exigencias técnicas aplicables a la emisión del voto y al otorgamiento de la representación para asistir a la Junta por medios de comunicación electrónicos (74). En la mayor parte de los casos se suele admitir que, a los efectos de acreditar la identidad del accionista, se admitirá el voto mediante firma electrónica reconocida; no obstante, se suele prever que pueden utilizarse otros instrumentos que en cada momento precisará el Consejo de administración de la sociedad en función de los avances de la técnica.

No obstante, probablemente lo más destacable de la aplicación que han hecho las sociedades cotizadas españolas sea que en la gran mayoría de los casos analizados se haya previsto que los votos a distancia sólo surtirán efecto si se hubiesen recibidos por la sociedad con 24 horas de antelación a la celebración de la Junta, indicándose que el voto que se hubiese recibido con posterioridad se tendrá por no emitido (75). Es decir, la previsión legal

(73) Así los Reglamentos de Junta de Cintra, Unión Fenosa, Metrovacesa, Iberdrola, Ferrovial. En el caso de Bankinter se prevén todos los medios citados en el texto, aunque su régimen no siempre es el mismo (vid. convocatoria de la Junta Ordinaria de 2005). Aunque el Reglamento de la Junta del BBVA prevé tanto el voto a distancia por correspondencia postal, electrónica o por cualquier otro medio de comunicación a distancia, en la Junta General ordinaria de 2005 sólo se admitió la primera.

(74) Reglamentos de Junta de Iberdrola, Metrovacesa, Ebro Puleva. En el Reglamento de Junta de Bankinter se indica que el consejo «se reserva el derecho a solicitar a los accionistas medios adicionales de identificación que considere oportunos para garantizar la autenticidad del voto o de la delegación». En un sentido muy similar el Reglamento de la Junta General de Endesa. El Reglamento de la Junta General de Endesa indica: «*El Consejo de Administración queda facultado para desarrollar las previsiones del anterior apartado a), estableciendo las reglas, medios y procedimientos adecuados al estado de la técnica, así como las formas, condiciones, limitaciones y requisitos que consideren convenientes en orden a complementar la regulación prevista en este Reglamento para el ejercicio del derecho de voto por medios de comunicación a distancia. Asimismo, el Consejo de Administración, sobre la base del estado y seguridad que ofrezcan los medios técnicos disponibles, establecerá el momento a partir del cual podrán los accionistas emitir su voto por medios de comunicación a distancia*». Habitualmente la convocatoria de la Junta suele incluir la previsión de que la sociedad se reserva el derecho a modificar, suspender, cancelar o restringir los mecanismos de voto y delegación electrónica «*cuando razones técnicas o de seguridad lo requieran o impongan*» (por ejemplo, convocatoria de Junta de 2005 de Ferrovial o Cintra).

(75) Metrovacesa, Bankinter, Endesa, Iberdrola, Acciona, BBVA, etc. La excepción la representa el Banco de Santander que en la convocatoria de su Junta de 2005 previó, al amparo de lo indicado en la disposición adicional de su Reglamento de la Junta General, la posibilidad de una asistencia remota de los accionistas que hubieran concluido alguna de las dos modalidades de contratos (contrato multicanal o contrato de acceso para voto y delegación electrónica y asistencia remota a la Junta) que les permitirá disponer del juego de claves y firma electrónica que permitirá la conexión y asistencia remota a la

se ha utilizado para adoptar el modelo que resulta más sencillo, desde el punto de vista de su implementación técnica; pero también el que menos favorece la participación activa de los accionistas en la Junta. No se ha contemplado, por tanto, una participación directa de los accionistas en la Junta General a través de medios de comunicación electrónicos, sino un voto que se ha emitido antes de la Junta sobre los asuntos del orden del día que se van a discutir en esta. Se trata, por lo tanto, simplemente de un voto anticipado, siendo irrelevante el medio —correo tradicional o electrónico— que utilice el socio para trasladar su voluntad. Ahora bien, como ya se advirtió, el voto por correspondencia plantea numerosas cuestiones que deberían ser resueltas de forma muy detallada y adecuada, tal como se ha hecho en los países que ya lo han incorporado a su ordenamiento. En todo caso, la forma en que se está haciendo uso de los sistemas de voto a distancia no puede dejar de suscitar serias reservas, dada la posibilidad de que realmente constituyan instrumentos que refuercen la posición de los administradores y de los socios de control (76), al servir únicamente para simplificar la constitución de las Juntas y para recoger un número amplio de adhesiones y de votos favorables a las propuestas de los administradores, en lugar de representar un mecanismo que propicie la participación de los accionistas y el control por estos de los ejecutivos, que era la razón que los justificaban.

Con relación a este riesgo conviene realizar alguna consideración: en todos los casos que se han podido analizar se prevé que la recepción por la sociedad de los votos emitidos a través de correspondencia postal o electrónica se realizará por medio de los representantes de la sociedad, es decir, serán los mismos administradores los que en representación de la sociedad se ocupen de la recogida de los votos. Ello supone que el Consejo de administración (y aquí se utiliza siempre un término genérico, que permite presumir que serán los administradores ejecutivos los que se ocuparán del asunto) disponga del exclusivo control sobre el cumplimiento del régimen estatutario o del desarrollo de lo establecido en el Reglamento de la Junta General en relación con el ejercicio del voto a distancia. La previsión de que el voto se

Junta; también podrán «intervenir en la Junta y, en su caso, solicitar informaciones o aclaraciones en relación con los puntos del orden del día o realizar propuestas». Estas intervenciones «*serán accesibles para los asistentes físicamente presentes*» y para los demás accionistas remotos accediendo a la página web que se indique. De igual manera se regula la votación. En todo caso, una vez más, el desarrollo de la escueta previsión del Reglamento de la Junta sobre la asistencia de los accionistas se ha hecho por el Consejo.

(76) MONTALENTI, *Giur. Comm.*, 1998, pág. 346, se muestra escéptico sobre la capacidad del voto por correspondencia para incrementar la participación accionarial en la fase deliberativa (id., *La società quotata*, pág. 182); MIRONE, *Riv. Soc.*, 1999, pág. 789, critica el voto por correspondencia desde la perspectiva de las reformas sobre *corporate governance*. Para el incremento de la competitividad y la lucha en las Juntas, los mecanismos más lógicos serían la promoción de las asociaciones de accionistas, respecto de las cuales el voto por correspondencia no opera con facilidad.

deba recibir por el Consejo con cierta antelación a la fecha de celebración de la Junta se suele justificar por la necesidad de «confirmar la condición de accionista, comprobando que la titularidad y el número de acciones que proporcionen cada una de las personas que emitan su representación o voto emitido por medios de comunicación a distancia son correctos» (77). Este argumento no carece de algún fundamento, pero tampoco se puede ignorar el riesgo de que, una vez que el Consejo de administración hubiera recibido con aquella antelación una cantidad significativa de votos contrarios a sus propuestas y, por tanto, evitándose todo «factor sorpresa» (78), sus miembros pudieran adoptar medidas dirigidas a privar de eficacia a los indicados votos tales como la modificación (directa o a través de algún accionista afecto) de las propuestas inicialmente presentadas para ser votadas en la Junta. La ineficacia de los votos originariamente emitidos resultaría de que estos no se habrían expresado respecto de las modificaciones presentadas. En efecto, los accionistas que votaron por correspondencia no pueden expresar su voluntad respecto de unas propuestas de acuerdos que han sido modificadas o que no conocieron cuando votaron (79). La ausencia de todo tipo de previsiones sobre este tipo de situaciones contrasta con lo previsto en los ordenamientos que han regulado el voto a distancia (80).

(77) Así la convocatoria de la Junta General ordinaria de 2005 de Ferrovial y, con la misma redacción, la convocatoria de Junta de Cintra. También la convocatoria de Red Eléctrica de España.

(78) El reglamento de la CONSOB de desarrollo del artículo 2.370 del Código Civil italiano, que prevé el voto por correspondencia, exige que la apertura de los votos se realice en el momento en el que se va a proceder al escrutinio, a los efectos de evitar conductas obstaculizadoras de los administradores como las modificaciones de las propuestas iniciales (MIRONE, en *Riv. Soc.*, 1999, pág. 778). La exigencia de que se conserve el secreto y el factor sorpresa ha sido reiteradamente destacada respecto de las OPAs y, en general, del mercado de control de empresas como instrumento de fiscalización de la gestión (por muchos, GONDRA-SÁNCHEZ ANDRÉS, «La viabilidad jurídica de la OPA formulada por el Banco de Bilbao a los accionistas del Banco Español de Crédito», en AA.VV., *La OPA del Banco de Bilbao*, Madrid, 1987, pág. 97 y sigs., pág. 102). Pero la misma exigencia se debe respetar si se quiere que la Junta sea un lugar en el que se produzcan las «contiendas» que garanticen un control de la gestión desarrollada.

(79) LE CANNU, *Droit des sociétés*, pág. 487.

(80) Es el caso de Italia, donde el artículo 143.3 del Regolamento Consob n. 11971, que desarrolla el artículo 2.370 del Código Civil, en el que se regula el voto por correspondencia, prevé que en caso de modificación de las propuestas iniciales o de que se integre el orden del día por nuevos asuntos (dentro del reducido ámbito en que ello es posible), el accionista que ya hubiera votado puede manifestar su voluntad eligiendo la abstención, el voto en contra o la adhesión a las propuestas de voto expresadas por el Consejo de Administración o por otro accionista; ahora bien, ello supone que se obliga a realizar una nueva consulta a los accionistas que ya votaron por correspondencia (SABATELLI, en *Riv. Soc.*, 2003, pág. 578 y sigs.; GUERRA, «Le assemblee e la “Draghi”», en *Riv. Soc.*, 1999, págs. 1087, 1101). En Francia, en caso de modificación de las propuestas originarias se prevé que el formulario de voto por correo que necesariamente ha de firmar el accionista que vota por esta vía, deberá abrir al accionista tres posibilidades: abstenerse

Por otro lado, en alguna ocasión las sociedades cotizadas españolas suelen establecer la presunción de que el voto emitido a distancia es favorable a las propuestas del Consejo (81) y ello se hace sin ninguna de las cautelas que prevé el régimen de la solicitud pública de representación, donde la libertad del beneficiario de la delegación para votar en ausencia de explícitas instrucciones del representado o en contra de estas instrucciones sólo se admite de forma muy restringida y sometida a rígidos controles (art. 107.1 y 2 LSA). Precisamente por la cercanía del voto por correo con la solicitud pública de representación, en otros países este tipo de cuestiones no se han dejado al ámbito de la autorregulación estatutaria sino que se ha establecido un régimen especialmente cauteloso por vía reglamentaria (82).

La conclusión que se obtiene de lo indicado es que un instrumento jurídico pensado para intensificar el control de los ejecutivos, en este caso a través de los accionistas, realmente puede estar utilizándose para reforzar el control de la sociedad y por parte de los ejecutivos. O, si se quiere, que el argumento del «gobierno corporativo» se utiliza, una vez más, como coartada para reforzar el poder de los administradores.

4. DEBERES DE LOS ADMINISTRADORES Y RESPONSABILIDAD POR SU INFRACCIÓN

a) *Consideraciones generales.* Los informes sobre el buen gobierno corporativo se han preocupado habitualmente por recomendar la imposición de rigurosos deberes de conducta a los administradores y directivos de las sociedades anónimas cotizadas, al constatar cómo, con cierta reiteración, se pro-

(lo que equivale a votar no), o delegar en el presidente o en un tercero las decisiones sobre el sentido del voto respecto de los asuntos en que se hubiesen producido modificaciones respecto de las propuestas iniciales (LE CANNU, *Droit des sociétés*, pág. 487; CARCANO, en MARCHETTI-BIANCHI, *La disciplina della società quotata*, Milano, 1999, pág. 962).

(81) El Reglamento de Bankinter prevé múltiples posibilidades de emisión de voto a distancia, pero en alguna de estas modalidades sólo se admite el voto positivo a «*todos los puntos del orden del día*», lo cual no deja de suscitar alguna duda, pues en cada punto del orden del día podrían haber diferentes propuestas. En la reglamentación italiana sobre el voto por correspondencia se exige que la tarjeta a través de la cual se emita el voto indique el sentido de la propuesta que será considerada en la Junta (art. 140 TUF) (MIRONE, en *Riv. Soc.*, 1999, pág. 755 y sigs.). Precisamente las dificultades que ha planteado el cumplimiento de esta norma han surgido cuando las propuestas no provenían del Consejo sino de los accionistas o en el caso de que se hubiesen modificado las propuestas inicialmente planteadas y dadas a conocer.

(82) En Ebro Puleva o en Iberdrola se prevén una serie de reglas de prelación entre la delegación, el voto a distancia y la presencia directa del accionista en la Junta. Sin embargo, entre estas reglas no se contempla la prelación aplicable en el conflicto entre quien hubiere delegado su voto y quien hubiese votado por un medio de comunicación a distancia, supuesto que hubiese sido de particular interés para apreciar cuál es el sistema que el citado reglamento considera «mejor».

ducen actuaciones inadecuadas desde el punto de vista del genérico deber de actuar con lealtad hacia los intereses de la sociedad. También en este ámbito en una primera fase (Código Olivencia) se confiaba en la autorregulación y en que las sociedades responderían de forma positiva a la recomendación de que los Reglamentos internos de conducta del Consejo incluyesen catálogos de deberes de lealtad, a una segunda fase en la que se entendió que era la Ley la que debía imponer este tipo de obligaciones (informe Aldama). En aparente respuesta a esta demanda, la Ley de Transparencia reformó varios preceptos de la Ley de Sociedades Anónimas (arts. 127 y sigs.); no obstante, también previó una norma especial aplicable en este caso a los administradores de las sociedades cotizadas (art. 114 LMV).

Es cierto que uno de los más eficaces instrumentos para conseguir un mejor gobierno corporativo lo constituye la posibilidad de reclamar de los administradores los daños que estos hubieran causado a la sociedad al actuar infringiendo los deberes inherentes al cargo (83). No obstante, mientras que desde 1989 abundan las demandas y las sentencias que han condenado a los administradores de sociedades anónimas no cotizadas con ocasión del ejercicio de acciones de responsabilidad, estas resoluciones brillan por su ausencia en las sociedades cotizadas. Nadie duda de que ello se debe menos a la tipificación de la conducta ilícita, que a razones adjetivas o procesales. Fundamentalmente a la dificultad existente para que los accionistas minoritarios, que no están en el Consejo, alcancen el umbral del 5 por 100 del capital requerido para que la minoría pueda ejercitar la demanda en sustitución del acuerdo de la mayoría (art. 134.4 LSA) (84) y a los altísimos costes procesales que el demandante tiene que afrontar y que resultan inasumibles para pequeños inversores. En efecto, los principales problemas que plantea el régimen español de responsabilidad civil de los administradores de las sociedades anónimas cotizadas son de *enforcement*, es decir, se refieren a los mecanismos y medios jurídicos establecidos para forzar al cumplimiento por los administradores de sus obligaciones o para hacerles responder por sus actos ilícitos. Aunque el informe Aldama (85) advertía sobre la conveniencia de reformas en este ámbito —y así se está haciendo en otros países— (86), la

(83) PAZ-ARES, «La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo», en *RdS*, 20, 2003, pág. 67 y sigs.

(84) JUSTE MENCIA, «Legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social», en ROJO/BELTRÁN, dirs., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital*, Madrid, 2004, págs. 115, 118.

(85) El informe Aldama indicaba que «es necesario facilitar los procedimientos y requisitos de exigencia de esta responsabilidad por parte de los accionistas».

(86) Destaca especialmente el caso alemán, donde la reforma de 2005 de la *Aktien-gesetz* (UMAG) atribuye a los accionistas titulares de acciones equivalentes al 1 por 100 del capital o que tienen un valor nominal de 100.000 euros la legitimación para ejercitar estas acciones (pudiendo los pequeños accionistas agrupar sus acciones contactando a

única modificación de la Ley de Transparencia es la que ha previsto la extensión al «administrador de hecho» de la legitimación pasiva por las acciones de responsabilidad social (87).

b) *El sistema de los deberes de los administradores.* La Ley sí que ha modificado las normas que definen el supuesto de hecho de la conducta ilícita de los administradores que puede generar responsabilidad. Como en todo supuesto de responsabilidad civil, para que los administradores de una sociedad anónima respondan hace falta daño, relación de causalidad entre la conducta que causa el daño y el daño, y que la conducta contemplada sea antijurídica, es decir, que suponga la vulneración de los deberes inherentes al cargo. Obviamente, no todo incumplimiento da lugar a responsabilidad sino sólo el culpable. Es este último el supuesto que pudiera dar lugar a controversias (88). La Ley de Transparencia ha traído consigo una importante modificación de la norma que tipifica los deberes inherentes al cargo de administrador, es decir, del precepto que determina el *standard* de actuación de los administradores cuyo incumplimiento generaría responsabilidad. En relación con la determinación de las obligaciones de los administradores, el Derecho

través del foro que se cree al efecto en el boletín oficial electrónico de sociedad) y que los costes de la demanda puedan trasladarse a la sociedad en determinados casos; para evitar demandas abusivas se prevé un procedimiento judicial de examen previo sobre la procedencia de la demanda (SEMLER, «Zur aktienrechtlichen Haftung der Organmitglieder einer Aktiengesellschaft», en *AG* 9/2005, págs. 321, 331; siguiendo la propuesta de ULMER, «Die Aktionärsklage als Instrument zur Kontrolle des Vorstands- und Aufsichtsrats», en *ZHR*, núm. 163, 1999, pág. 290 y sigs.; no obstante, tampoco cabe desconocer que el texto definitivamente aprobado resulta mucho menos audaz que las propuestas inicialmente publicadas, vid. JUAN Y MATEU, en *RdS*, núm. 25, pág. 2005). Igualmente debe señalarse que la página web del Ministerio de Justicia alemán se refiere a un Proyecto de Ley del Gobierno alemán de modificación de la legislación procesal con el objetivo de crear un procedimiento para el ejercicio de acciones colectivas (*class actions*) por los pequeños inversores (*Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes KapMuG*) (<http://www.bmj.bund.de>); también en Italia existe una propuesta legislativa en este mismo sentido (LENER, «L'introduzione della *class action* nell'ordinamento italiano del mercato finanziario», en *Giur. Comm.*, 2005, pág. 269 y sigs.; para otras propuestas de introducir las *class actions* en Francia, vid. LACROIX, «Les «class actions» devant le juge français: reve ou cauchemar? », <http://www.iutcolmar.uha.fr/internet/recherche/Jcerdacc.nsf/0/5dd249778545fa80c1256f6a002fb1b5?OpenDocument>).

(87) LATORRE, *El administrador de hecho en las sociedades de capital*, Granada, 2003, especialmente pág. 170 y sigs.; *id.*, «El concepto de administrador de hecho en el nuevo artículo 133.2 LSA», en *RDM*, núm. 253, 2004, pág. 853 y sigs.; PERDICES, «Significado actual de los administradores de hecho: los que administran de hecho y los que de hecho administran», en *RdS*, núm. 18, 2002, pág. 277 y sigs.; MARTÍNEZ SANZ, «Ámbito subjetivo de la responsabilidad», en ROJO-BELTRÁN, *La responsabilidad de los administradores*, Valencia, 2005, pág. 56 y sigs.; EMBID, «La responsabilidad de los administradores de la sociedad anónima tras la ley de transparencia», en *RCDI*, núm. 685, 2004, pág. 2391 y sigs.

(88) ESTEBAN VELASCO, «Responsabilidad civil de los administradores», *EJB*, 5912, Madrid, 1995.

español utilizaba tradicionalmente una técnica de cláusula general. El artículo 127 LSA indicaba que «*Los administradores desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal*». Tras la Ley de Transparencia este párrafo sigue apareciendo, ahora, como primer párrafo del artículo 127 LSA, pero ya no se titula «ejercicio del cargo» sino «deber de diligente administración». El párrafo que seguía antes, en el que se establecía el deber de secreto, ha adquirido autonomía constituyendo un precepto independiente (127 quater LSA) (89). Y se ha incluido ahora un segundo párrafo en el artículo 127 en el que se señala que «*cada uno de los administradores deberá informarse diligentemente sobre la marcha de la sociedad*». Pero más importancia que estas modificaciones tiene el hecho de que se hayan incluido dos nuevos preceptos: el primero es el artículo 127 bis y se titula «*deberes de fidelidad*», el segundo es el 127.ter y se titula «*deberes de lealtad*» (90).

Estas normas revelan graves defectos de carácter técnico-jurídico, como la injustificada e insólita diferenciación semántica entre «deberes de fidelidad» y «deberes de lealtad» (arts. 127.bis y 127.ter LSA) o la tautológica identificación del interés social con el interés de la sociedad (art. 127.bis LSA). Pero el mayor interés se sitúa en la distinción (habitual en la doctrina estadounidense en la que se inspira) entre los deberes de diligencia (*duty of care*) y de lealtad (*duty of loyalty*). No obstante, es muy discutible que no se pudiera sustentar la preexistencia de esta diferenciación en la referencia de la cláusula general al deber de actuar como un «*ordenado empresario*», que obliga a actuar diligentemente, y como un «*representante leal*», que exige un particular cuidado en la tutela de los intereses ajenos por parte de los administradores; de la misma forma que es también discutible la diferenciación cualitativa y cuantitativa de los deberes de diligencia y de lealtad de los administradores (91).

(89) Lo cual no deja de sorprender, dado que el deber de secreto es una manifestación del deber de lealtad (FARRANDO MIGUEL, *El deber de secreto de los administradores de sociedades anónimas y limitadas*, Madrid, 2001, pág. 85, con la matización de que el deber de secreto no sólo se aplica al que es administrador, sino también al que dejó de serlo; aunque en último caso el origen del citado deber se sigue situando en la relación orgánica por la que fue elegido).

(90) En fase de corrección de pruebas de este trabajo se ha podido leer un excelente trabajo sobre la materia de JUSTE MENCIA/IGARTUA ARREGUI, «Deberes de los administradores (Reforma de la LSA por la Ley de Transparencia)», en *RdS*, núm. 24, 2005, pág. 75, cuyas conclusiones no siempre han podido ser incorporadas ni citadas, pero con las que se constatará la sustancial coincidencia con lo aquí mantenido.

(91) QUIJANO, «Recomendación de buen gobierno corporativo y responsabilidad de los administradores», en EMBID/VÍTOLO, dirs., *Sociedades Comerciales. Los administradores y los socios. Gobierno corporativo. II Congreso Argentino-Español de Derecho Mercantil*, Iguazú, 2003, Buenos Aires, s.g. (pero 2005), págs. 127, 163.

c) La doctrina española que ha defendido la importación de este modelo de distinción de deberes de conducta con parámetros diferentes propugna que, con relación al *deber de diligencia*, la Ley debería reflejar una actitud de flexibilidad o indulgencia. Ello facilitaría el funcionamiento de la *business judgement rule* e impediría que los jueces procediesen a realizar un juicio de mérito sobre la gestión empresarial para el que no estarían profesionalmente capacitados. Mientras tanto, en relación con los deberes de lealtad el rigor debería intensificarse tanto porque el riesgo de las infracciones de estos deberes es mayor que respecto de los deberes de cuidado o diligencia, como porque el mercado carece de mecanismos sancionatorios sustitutivos ante las conductas ilícitas de los administradores en los que estos anteponen sus intereses particulares a los ajenos que deben tutelar (92).

En relación con los deberes de gestión diligente la Ley de Transparencia no ha modificado la normativa previgente, más allá del deber de informarse diligentemente sobre la marcha de la sociedad: el parámetro de diligencia aplicable sigue siendo el del ordenado empresario. A mi entender, no hay razones para defender una indulgencia para los administradores en relación con la conducta que deben seguir que no se prevé para otras personas. Simplemente la correcta aplicación del *standard* de diligencia del ordenado empresarial serviría para evitar que los jueces se inmiscuyesen en el ámbito de gestión de la empresa (93). Lo que en ningún caso se puede decir es que el rigor derivado de la obligación de actuar diligentemente pueda crear administradores temerosos de tomar decisiones empresariales arriesgadas ante el peligro de que *a posteriori* los tribunales entrasen a valorar el mérito de su actuación, pues precisamente aquel tipo de decisiones arriesgadas son las que a menudo serán exigibles de un ordenado o diligente empresario. Por otro lado, visto que prácticamente no se conocen supuestos de responsabilidad por

(92) PAZ-ARES, en *RdS*, núm. 20, 2003, pág. 68 y sigs. En el informe Aldama se indicaba que «el régimen de responsabilidad de los administradores debe tratar con el debido rigor la infracción de los deberes de lealtad, sin menoscabo del tratamiento adecuado del deber de diligencia. Por su parte, las exigencias derivadas del deber de diligencia —obtención de información, dedicación, participación en la formación colegiada del criterio— no deberían eliminar el ámbito de discrecionalidad o competencia técnica de las decisiones empresariales propias de la administración de la sociedad».

(93) El reconocimiento de lo que se conoce en los Estados Unidos como *business judgement rule* (LLEBOT, *Los deberes de los administradores de la sociedad* anónima, pág. 73 y sigs.) se hacía ya en el informe Aldama (vid. cita nota anterior). En Alemania se ha señalado que no resultaba necesario reconocer expresamente este principio a cuyas consecuencias se podía llegar por la doctrina y la jurisprudencia en aplicación de las normas generales (SEMLER, en *AG*, 9/2005, pág. 324; para los argumentos a favor y en contra del reconocimiento de este principio, FLEISCHER, en *ZIP*, 2004, págs. 685, 687); a pesar de ello, en la reforma de la *Aktiengesetz* de 2005 (UMAG) modifica el § 93 *AktG*, reconociendo la no responsabilidad de los administradores cuando estos hubiesen adoptado una decisión empresarial por el bien de la sociedad sobre la base de una información adecuada (JUAN Y MATEU, en *RdS*, núm. 25, 2005).

infracción de estos deberes de diligencia entre los administradores de sociedades cotizadas (y, fuera de este ámbito, tampoco abundan los supuestos de responsabilidad por la falta de cuidado en la gestión) es difícilmente admisible el manido argumento de que pueda existir un cierto temor o renuencia a la aceptación del cargo por los graves riesgos que el sistema de responsabilidad comporta.

d) Por otro lado, en relación con la infracción de los *deberes de lealtad*, se defendía que el legislador debería imponer un rigor mayor que el previsto en el régimen vigente, dado el mayor riesgo estadístico de que se produjeran unas conductas para las que el mercado no tendría mecanismos sustitutivos y que posibilitan grandes ganancias a los infractores. Pues bien, la reforma ha consistido, por un lado, en mantener la cláusula general que establece que el administrador debe obrar como un representante leal; por otro lado, se ha previsto un catálogo de situaciones que pueden dar lugar a la infracción de los deberes de lealtad en los artículos 127 *ter* y 127 *quater* LSA; y, por último, el artículo 114 LMV ha regulado un supuesto específico de deberes de lealtad aplicable exclusivamente a los administradores de las sociedades cotizadas.

La sustitución de la técnica exclusiva de la cláusula general por la tipificación de determinados supuestos de ilicitud es arriesgada (94), ya que puede inducir a pensar que sólo constituyen infracciones de los deberes de lealtad los enumerados en el catálogo legal y, en todo caso, se puede concluir que con relación a los supuestos no incluidos en el citado catálogo o lista, la carga de la prueba de su antijuridicidad recaería sobre el demandante. Pero además, las nuevas normas son muy deficientes no sólo en la configuración típica de los supuestos mencionados (95), sino también por sus lagunas. De hecho, algunos de los supuestos que son objeto de mayor atención en la doctrina y que han causado serios escándalos en nuestro país (por ejemplo, retribución de administradores o adopción de medidas de blindaje anti-OPA) han sido ignorados por la Ley.

Por otro lado, sin entrar en el detalle de cada uno de los supuestos, sí cabe decir que el artículo 127 *ter* LSA no responde al esquema tradicional de

(94) Críticos también JUSTE MENCÍA/IGARTUA ARREGUI, en *RdS*, núm. 25, 2005, pág. 77.

(95) Basta con advertir que el primer supuesto de deber de lealtad de los administradores consiste en no utilizar el nombre de la sociedad ni invocar su condición de administrador para la realización de operaciones por cuenta propia o de personas a ella vinculada. Esta norma no puede aplicarse en su literalidad, pues carecería de sentido que se prohíba al administrador de una sociedad que solicita un préstamo personal declarar su cargo o condición. Por ello debe entenderse en el sentido de que sólo se le prohíbe utilizar el nombre de la sociedad como garantía de operaciones particulares. Para otras críticas a los supuestos tipificados, vid. JUSTE MENCÍA/IGARTUA ARREGUI, en *RdS*, núm. 25, 2005, págs. 79 y sigs.

imposición de un deber de lealtad y consiguiente prohibición absoluta de que se infrinja aquel deber. En relación con el aprovechamiento de las oportunidades de negocios para sí mismo o para personas vinculadas con los administradores o en las situaciones de conflictos entre los intereses de la sociedad y los de estos, la Ley se ha limitado a prever un protocolo o procedimiento de actuación (96). Este protocolo pasa por las siguientes fases: comunicación de la situación de conflicto o de la «oportunidad de negocios» existente a la sociedad, publicación del supuesto y abstención de actuar hasta que la sociedad no hubiese desestimado la realización para sí del negocio o no hubiese autorizado al consejero a intervenir en la operación a la que se refiere el conflicto de intereses (97).

El problema es que el órgano social al que el consejero comunica la situación de conflicto de intereses o del que solicita su autorización para aprovecharse de las «oportunidades de negocio» que, en principio, deberían considerarse que «perteneían» a la sociedad es el Consejo de administración (art. 127.ter.3 LSA) (98). Dado que el consejero pertenece a este órgano y, en muchas ocasiones, puede ser el socio de control (o una persona designada por este) la mera obligación de abstenerse en la decisión del órgano no es garantía suficiente de que el Consejo actuará con independencia en el momento en que se deba pronunciar sobre el conflicto o sobre la oferta de utilizar en provecho propio la «oportunidad de negocio».

Por otro lado, en los supuestos en que un administrador desempeñara cargos en empresas competidoras de la sociedad o de su grupo la Ley exige ahora (art. 127.ter.4 LSA) la transparencia al mercado de esta situación de conflicto a través de la memoria, lo que puede resultar excesivamente engorroso, caro y complicado de realizar en supuestos de escasa relevancia como aquellos en que el administrador lo es de varias empresas del mismo grupo. Por otro lado, los mismos datos deben reflejarse en el informe anual del gobierno corporativo (OM 3722/2003). La previsión de que la misma información conste en dos diferentes documentos está ya creando serias dudas interpretativas (99).

(96) LLEBOT, *Deberes y responsabilidad de los administradores*, pág. 41 y sigs.

(97) La conclusión de que los administradores tienen prohibido realizar el negocio en el que se suscita el conflicto de intereses, sin embargo, no se deduce de la letra de la ley. En este ámbito debe incluirse el supuesto más grave de un contrato entre el consejero y la sociedad (la cual manifiesta su voluntad a través del mismo consejero), en donde la prohibición absoluta podría derivarse de otras normas de nuestro ordenamiento de las que se deduce que con carácter general prohíbe la autocontratación.

(98) La norma se aplica a todas las sociedades y, por lo tanto, también a aquellas cuyo órgano de administración se configura como un administrador único, dos mancomunados o varios solidarios. Pero la Ley no parece haberse dado cuenta de ello, lo que dificultará enormemente su aplicación.

(99) Al respecto, JUSTE MENCÍA/IGARTUA ARREGUI, en *RdS*, núm. 25, 2005, pág. 82.

En fin, la transparencia expresa únicamente se pide para aquellas operaciones «*ajenas al tráfico ordinario de la sociedad o que no se realicen en condiciones normales de mercado*» (100).

Pero lo más grave es que, dado el esquema seguido en la Ley, se corre el riesgo de que el mero cumplimiento formal del protocolo y la publicidad que se da a la situación a través del informe de gobierno corporativo pueda servir para entenderse como una conducta suficiente que excluiría ya la responsabilidad del consejero. Antes de la aprobación de la Ley el principal defensor del nuevo modelo indicaba que con él se pretendía evitar «*que el administrador tenga dificultades de prueba, al menos si está establecido un protocolo o procedimiento formal homologado para la aprobación de las transacciones potencialmente conflictivas*» (101). Lo cierto es que la simplificación de la prueba de que una conducta no es desleal a través de un mero cauce procedimental está lejos de representar el endurecimiento del régimen que se afirmaba promover.

Por otro lado, debe advertirse que la Ley prevé un caso particular de deber de lealtad en el que sí opera la técnica o el esquema tradicional de prohibición de actuar en los supuestos en los que se identifica un conflicto. Nos referimos a la prohibición que ha impuesto el artículo 114 LMV a los administradores que acudan a la Junta en representación de accionistas en virtud del régimen de solicitud pública de representación, de ejercer el voto por cuenta de estos accionistas en relación con los puntos del orden del día en los que estos administradores se encuentren en un conflicto de intereses; la Ley, en particular, se refiere a los supuestos de nombramiento, separación, cese, ejercicio de acción de responsabilidad, o la aprobación o ratificación de operaciones de la sociedad con el administrador de que se trate o con sociedades controladas por él o a las que represente o personas que actúen por su cuenta. Probablemente la norma resulta excesiva cuando el administrador tenía instrucciones precisas de los accionistas (102). Pero, por otro lado, quienes confían en la capacidad del mercado para depurar las prácticas incorrectas o desleales y que están convencidos que, por ética o por cálculo económico, los administradores y las sociedades seguirán ese camino, algo deberían decir respecto de la previsión de numerosas sociedades cotizadas españolas de que, cuando los administradores, en aplicación de aquella norma, no puedan votar, podrán nombrar a un tercero para subapoderarlos o para que los sustituya (103). A pesar de que en las tarjetas de solicitud de repre-

(100) Como advertía PAZ-ARES (*RdS*, núm. 20, 2003, pág. 102) no es imaginable que un administrador comunique al mercado que la operación que ha realizado con la sociedad no se efectuó en condiciones de mercado.

(101) PAZ-ARES, en *RdS*, núm. 20, 2003, pág. 71.

(102) Ya PAZ-ARES, en *RdS*, núm. 20, 2003, pág. 100.

(103) Por ejemplo, Reglamento de la Junta del BBVA (pero en el mismo sentido los Reglamentos de otras muchas sociedades). No obstante, algún sector de la doctrina se ha

sentación o en la convocatoria de las juntas se prevea que los administradores se reservan la facultad de situar a un tercero en su lugar para respetar la prohibición de voto, tenemos serias dudas de que ello se ajuste a la finalidad de la reforma legal que era prohibir participar en la deliberación y votación de acuerdos de Junta en los que el administrador pudiera tener un interés particular, utilizando las delegaciones de voto de los socios. Es obvio que desde el punto de vista de esta finalidad resulta irrelevante que el consejero no pueda votar en representación del accionista, si se admite que libremente pueda nombrar a un tercero para que vote en su lugar con las delegaciones de los accionistas.

ANDRÉS RECALDE CASTELLS
Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad Jaume I (Castellón)

manifestado a favor de este tipo de prácticas de subapoderamiento por los representantes incurso en conflicto de intereses (SÁNCHEZ ÁLVAREZ, «Cuestión sobre la licitud de la sustitución en la solicitud pública de representación», en *RdS*, núm. 22, 2004, pág. 199 y sigs.). En contra, se ha señalado que el subapoderamiento es, en todo caso inadmisibles, pues el representante afectado por el conflicto de intereses sigue formando parte de la relación representativa, de modo que el subrepresentante está afectado por la prohibición del ejercicio del voto por cuenta del accionista y que lo único admisible sería una sustitución plena (RONCERO SÁNCHEZ, «Modelo de documento de poder de representación del accionista en sociedades cotizadas», en *RdS*, núm. 23, 2005, pág. 196; de esta manera, este autor considera que podría atribuirse al representado incurso en el conflicto de intereses la posibilidad de designar un nuevo representante, con lo que vuelve a aparecer el problema de que la persona que decide es aquella a la que la Ley ha querido privar de toda posibilidad de interferir con sus intereses particulares en una decisión que afecta a los accionistas representados).