

M.^a ISABEL CANDELARIO MACÍAS

*Profesora Doctora de Derecho Mercantil,
Universidad Carlos III de Madrid*

Extracto:

LA necesidad de un régimen o estatuto de la sociedad anónima cotizada ha sido parcialmente paliada por la Ley 26/2003, de 17 de julio (BOE núm. 171, 18 de julio), por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas. Reconociéndose así, legalmente, a la sociedad anónima cotizada como un subtipo diferente de la sociedad anónima general.

En esta contribución se examina el derecho al voto y su relevancia en la sociedad cotizada, derivado de la pertinencia de reactivar este instrumento de participación social, puesto que en la sociedad bursátil se constata el hecho de que el accionariado está diseminado y la tutela de sus intereses exige que vengan creadas las condiciones indispensables a fin de que dicho accionariado pueda gestionar y controlar el desarrollo de la sociedad.

El derecho de voto por correspondencia y por delegación constituyen variantes del clásico derecho de voto en adecuación a las necesidades de las sociedades cotizadas. Estas variantes del ejercicio del derecho al voto han sido contempladas y reforzadas por la Ley 26/2003 y conformarían parte de esas condiciones para que el accionariado participase en mayor medida en las decisiones, y son objeto de nuestro interés en este trabajo de investigación. Junto a aquellas variantes también se examina la incorporación de las nuevas tecnologías en el derecho al voto y, a su vez, otros instrumentos clásicos como la sindicación de votos y los pactos parasociales, entre otros extremos.

Sumario:

1. Introducción: consideraciones iniciales.

2. El derecho de voto como instrumento de participación en la sociedad cotizada.
 - 2.1. El derecho de voto por correspondencia.

 - 2.2. El derecho de voto por delegación.

3. A modo de conclusión: consideraciones finales.

1. INTRODUCCIÓN: CONSIDERACIONES INICIALES

La modificación de la Ley de Sociedades Anónimas (en adelante LSA) formulada mediante la disposición adicional decimoquinta de la Ley 37/1998¹, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, supone el reconocimiento legislativo de la sociedad anónima cotizada² en nuestro Ordenamiento jurídico. Así, se viene a **configurar la sociedad cotizada como una categoría jurídicamente diferenciada³ de la sociedad anónima no cotizada y dotada por ello de una reglamentación específica⁴, cuyas fuentes se encuentran tanto en el Derecho societario como en el ordenamiento sectorial de los mercados de valores.** Como puede apreciarse, la dificultad de acudir a diversos textos normativos unida a la ya compleja y vasta

¹ Vid., ALONSO LEDESMA, Carmen. «La Reforma de la sociedad cotizada». Núm. 12. *Revista Derecho de sociedades*, 1999, pág. 15. También, *cf.*, la crítica de esta Ley por parte de SÁNCHEZ ANDRÉS, A. *Sociedad Anónima Modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*. Madrid: McGrawHill, 1999. págs. 1 y ss.

² Como señala en torno a esta nueva Ley: URÍA FERNÁNDEZ, Fco. «La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas». Núm. 162. *Dirección y Progreso*, 1999, págs. 48 y 49: «La reforma realizada tiene así como finalidad básica que las sociedades anónimas cotizadas dispongan de un marco jurídico más flexible para sus emisiones de valores que reste incentivos a la deslocalización... obedece ello a un doble propósito: a) proporcionar a las sociedades anónimas nuevos instrumentos de financiación con recursos propios o, si se prefiere, mejorar los sistemas de financiación interna preexistente. b) Dar a los mercados de valores una mayor profundidad a través de la incorporación de más y más variados valores admitidos a cotización...».

³ Véanse los comentarios en relación a la Ley 37/1998 de SÁNCHEZ ANDRÉS, A. «La sociedad anónima y el mercado (observaciones al paso de una reforma indebida)». Núm. 14. *RdS*, 2000, pág. 30: «En la medida que el cambio legislativo se ha orientado de modo preferente a rebajar los derechos de los accionistas y a incrementar de modo correlativo el poder de los administradores dentro de las sociedades bursátiles, pocas dudas pueden haber de que, al proyectar la reforma que se critica esa orientación protocapitalista hacia las compañías que cotizan, con escasos e inferiores retoques respecto de las demás sociedades no cotizadas, los derechos que disfrutan los socios de estas últimas son objetivamente mayores que los que ostentan los accionistas de las llamadas bursátiles».

⁴ No es extraño, pues, que en la Exposición de Motivos de la *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles. Comisión General de Codificación. Sección de Derecho Mercantil*. (SÁNCHEZ CALERO, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO y ROJO FERNÁNDEZ RÍO). Ministerio de Justicia, 2002, pág. 23, se precise: «el establecimiento de un régimen jurídico especial para las sociedades cotizadas, que constituyen un subtipo, o tipo derivado, de las sociedades anónimas y comanditarias por acciones». Considérese como lo hace CACHÓN BLANCO, J.E. «El régimen jurídico de la sociedad anónima cotizada en Bolsa de Valores, con especial referencia a la incidencia en el tema de las Leyes 37/1998, 50/1998 y 55/1999 y de otros desarrollos propios del mercado de valores». En *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*. 3.ª Vol. Madrid: McGraw-Hill, 2002, pág. 2.627: «El planteamiento moderno y vigente de la sociedad cotizada presenta tres etapas: primera, la publicación de la Ley del Mercado de Valores, de 28 de julio de 1998; segunda, la publicación del vigente Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, de 22 de diciembre de 1989. Tercera, las (apresuradas y poco meditadas) reformas societarias parciales de 1998 y 1999: Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley del Mercado de Valores; Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social...». Es relevante a estos efectos la Exposición de Motivos de la Ley 37/1998, que señala: «...la reforma es consciente de las diferencias entre sociedades cotizadas y no cotizadas, siendo más flexible el régimen predicado para las primeras, sobre la pauta de la mayor transparencia que reporta la disciplina de los mercados de valores».

materia que es objeto de nuestro análisis requiere, pues, de una necesaria reglamentación ⁵ donde se contemple la materia de la sociedad cotizada ⁶, así como la ordenación de uno de los aspectos cruciales como es el representado por el ejercicio del derecho al voto en este tipo societario. Esa necesidad de un régimen o estatuto de la sociedad anónima ha sido *parcialmente* paliada por la Ley 26/2003 ⁷, de 17 de julio (BOE núm. 171, 18 de julio), por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el Texto Refundido de la LSA, aprobado por el Real Decreto

⁵ Según TAPIA HERMIDA, J. «La Junta general de accionistas de la sociedad anónima cotizada». En Vol. III. *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje al Prof. Sánchez Calero*. Madrid: McGraw-Hill, 2002, pág. 2.919: «El estatuto jurídico especial de las S.S.AA. cotizadas representa el "coste jurídico" del beneficio de la financiación que obtienen. Esto es, dado que aquellas sociedades comprometen, diariamente, el ahorro de miles de pequeños y medianos inversores en la negociación de los valores que emiten y que están admitidos en un mercado secundario, obteniendo un cauce privilegiado de financiación con cargo a sus recursos propios (acciones) o ajenos (obligaciones); es justo que ofrezcan al mercado de valores una mayor transparencia. Así, fundamentalmente, se les somete a unas obligaciones típicas de información financiera periódica».

Además, es estado actual de cosas no satisface, así lo explica el Prof. SÁNCHEZ CALERO, F. «Publicación del Informe Winter sobre el Derecho de sociedades en Europa». Núm. 89. *RDBB*, 2003. Págs. 397 y 398: «No son efectivas algunas normas existentes en el Derecho europeo de sociedades actual preocupado por la protección de socios y acreedores... no es efectiva la distinción tradicional entre sociedades abiertas y cerradas (*public and private companies*), debiendo distinguirse tres clases de sociedades: las "cotizadas" en mercados regulados (*listed companies*), las sociedad "abiertas" no cotizadas, pero con libre transmisibilidad de las acciones y una cierta dispersión de su propiedad, y las "cerradas" que tienen limitaciones a la transmisibilidad de las acciones... mientras las "cotizadas" han de ser objeto de normas sustantivas detalladas e imperativas, con el fin de otorgar una suficiente protección a los accionistas (inversores) y acreedores». En igual línea de opinión: SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. «El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada». Núm. 246. *RDM*, 2002, págs. 1.690 y 1.691: «La evolución legislativa desemboque en una regulación especial y sistemáticamente adaptada de la sociedad cotizada, en línea con el desarrollo normativo similar que se observa en algunos Estados europeos, en un intento de superar la absoluta divergencia que la estructura de la gran sociedad anónima presenta con respecto a las normas que le son aplicables».

⁶ A favor de una reglamentación específica de la sociedad cotizada nos encontramos, entre otros, a SPADA, P. «Tipologia delle società e società per azioni». T. II. *Riv. Dir. civ.*, 2000, págs. 211 y ss. OPPO, G. «Sulla tipicità delle società quotate». T. II. *Riv. Dir. civ.*, 1999, págs. 483 y ss. En nuestra doctrina: FERNÁNDEZ DE LA GANDARA, L. *La atipicidad en Derecho de sociedades*. Zaragoza, 1977, págs. 139 y ss.

⁷ La reforma normativa se concreta en términos de la Exposición de Motivos de la Ley «en la modificación de ciertos preceptos del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, cuando los preceptos tengan aplicación general para todas las sociedades anónimas y, por otra, en la introducción de un nuevo título en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, dedicado a las sociedades cotizadas».

La estructura de esta Ley consta de un preámbulo o Exposición de Motivos, seguida de dos artículos. El primero viene a modificar la Ley del Mercado de Valores, añadiendo un Título X «De las sociedades cotizadas», que sólo reglamenta determinados aspectos sin incidir en el ámbito propio del derecho de sociedades. Así, en el artículo segundo, se viene a modificar en diversos párrafos determinados preceptos de la Ley de Sociedades Anónimas, que resultan vitales para la buena marcha de la sociedad anónima cotizada. Junto a estos mandatos se incorporan una serie de disposiciones adicionales, en total, un número de cinco, que modifican entre otros aspectos cuestiones como el hecho de que la Comunicación de los pactos parasociales ha de realizarse a los órganos oportunos (Fondos de Pensiones, Dirección General de Seguros y Banco de España respectivamente) cuando sean empresas cotizadas y además éstas sean entidades gestoras de fondos de pensiones, aseguradoras y bancos. Igualmente, el hecho de que las Cajas de Ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores deberán hacer público con carácter anual un informe de gobierno corporativo. Además, la Ley afecta y modifica tanto a la Ley Rectora de Cajas de Ahorros, Ley 31/1985, y la Ley sobre Impuesto de Sociedades, Ley 43/1995. A su vez, nos encontramos con tres disposiciones transitorias, dando un período de 12 meses de adaptación de las sociedades cotizadas actuales a las previsiones de esta Ley en los aspectos organizativos y estatutarios, así como que el Informe de gobierno corporativo se elaborará por primera vez en relación al ejercicio económico del 2004. Y por último, una disposición final. Para mayor información sobre los precedentes –Proposición de Ley–, véase: SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, J. «Proyecto de Ley de transparencia de las sociedades cotizadas». Núm. 90. *RDBB*, 2003. págs. 293 a 299.

Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas⁸. Reconociéndose así, legalmente, a la sociedad anónima cotizada como un subtipo diferente de la sociedad anónima general. Y, además, señalamos *parcialmente*, puesto que se pone especial énfasis en reglamentar determinados aspectos que inciden en la mayor claridad de las operaciones por parte del Consejo de Administración, así como el derecho de información, pero no se reglamenta –entre otros aspectos– y con detalle el desarrollo y ejecución del derecho al voto en sus diversas modalidades, ya que a través de la Ley 26/2003 (*ex art.* 105 LSA, ahora modificado), simplemente se observa el uso del derecho al voto por delegación y por correspondencia con la introducción de las nuevas tecnologías, pero no se desciende a perfilar y concretar estas diversas variantes.

Antes de descender al examen del derecho al voto y de su relevancia en la sociedad cotizada, hemos de poner de manifiesto con carácter previo y para entender el porqué de la reactivación de este instrumento de participación social, que en la sociedad bursátil se constata el hecho quede el accionariado está diseminado y la tutela de los intereses de la minoría, por ejemplo, exige que vengán creadas las condiciones indispensables a fin de que dicha minoría pueda gestionar y controlar⁹

⁸ Véase lo que prescribe en su preámbulo la Ley 26/2003, de 17 de julio, que modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, donde se recogen aquellas recomendaciones cuyo más adecuado soporte se encuentra en una regulación normativa, como son las que se refieren a: a) Los deberes de información y transparencia; b) La definición y régimen de los deberes de los administradores, especialmente en el ámbito del conflicto de intereses; c) La obligación de dotarse de un conjunto de mecanismos en materia de gobierno corporativo que comprendan, entre otros, un reglamento del consejo de administración, así como de la junta general. Se trata por ello de formular iniciativas normativas sobre la base del fomento de la transparencia en la gestión de las empresas, con respeto al ya citado principio de autorregulación. La reforma normativa que se presenta se concreta, por una parte, en la modificación de ciertos preceptos del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, cuando los preceptos tengan aplicación general para todas las sociedades anónimas, y, por otra, en la introducción de un nuevo título en la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores, dedicado a las sociedades cotizadas.

⁹ Según TAPIA HERMIDA, Alberto J. «Los accionistas y el gobierno de las sociedades cotizadas. Observaciones a la vista de algunas crisis financieras recientes». En *Estudios Jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*. Madrid: Cívitas, 1996, pág. 2.545: «En lo que se refiere a los accionistas como controladores internos de la gestión de las sociedades cotizadas, resulta evidente que existen, en nuestra LSA, dos instrumentos principales que se atribuyen al accionista en forma de derecho subjetivo, cuales son la información y el voto; sin olvidar los derechos de asistencia, de impugnación de los acuerdos sociales y de formar parte de los órganos de administración (art. 40 LSA). La primera medida necesaria para dotar de una verdadera eficacia controladora de la gestión a la actuación de los colectivos de los accionistas consiste en intensificar la utilización por su parte de aquel conjunto de derechos de carácter político o administrativo. Sin embargo, una aproximación realista al problema nos pone de relieve la histórica ausencia de interés del accionista inversor en el ejercicio de los derechos de información y voto y su consiguiente absentismo». Precisa, para el Derecho francés: GERMAIN, M. «Le contrôle du commissariat aux comptes». En *Le Contrôle du Gouvernement des sociétés cotées dans l'espace européen*. Núm. 123. *Les Petites Affiches*, 14 octubre, 1998. pág. 9: «Majoritaires et minoritaires sont quant à eux naturellement concernés par la gestion, même s'ils agissent les uns et les autres à des niveaux différents de responsabilité». Por su parte, apunta OPPO, G. «Maggioranza e minoranze nella riforma delle società quotate». *Op.cit.* pág. 239: «Gestori professionali di patrimoni mobiliari nelle cui mani le azioni si trasformano da beni di secondo grado in beni di terzo grado; e gestori in relazione ai quali si discute se in certe situazioni debbano o non debbano votare e debbano o non debbano intervenire... una simile scelta può anche essere perseguita ma occorre rendersi conto che per questa via si mette in gioco il concetto di azionista, si mette in gioco il concetto di socio, e quindi si mette in gioco il concetto stesso di società». Más argumentos a favor del control se encuentran en PARKISON. *Corporate Power and Responsibility*. Oxford, 1993, pág. 159, dice que el control de los gestores-administradores por parte de la minoría se traduciría en la imposición de más deberes de información financiera, en una mejor ordenación de las Juntas generales, en el establecimiento de deberes de responsabilidad a los administradores, en la restricción de su discrecionalidad, en la imposición de *standards* de comportamiento legal, y en la fijación de reglas que determinen quién es competente para hacer valer estas reglas.

el desarrollo de la sociedad. El reequilibrio que realiza el principio de la cualificación capitalista para la aprobación de determinadas deliberaciones y la atribución de derechos añadidos o sustitutivos (respecto a aquellos comunes a todos los socios) en las participaciones cualificadas de capital social son inadvertidos en la base accionarial, incapaz de encontrar la modalidad y los estímulos para intervenir en la vida de la sociedad. Por ello, allí donde se quiera recuperar el papel de la minoría accionarial en el gobierno de la empresa será necesario disponer de estructuras de autotutela, la cual, constituye el centro exponencial de los intereses del accionariado difuso, consistente en superar la originaria fragmentación y de constituir un *corpus* de accionistas minoritarios dotado de suficiencia establecida; es decir, un «cuerpo intermedio» en grado de coordinar los comportamientos de los singulares pequeños accionistas en orden a participar ¹⁰ en la gestión de la sociedad. Y un elemento de vital importancia para llevar a buen puerto esta participación por parte de los accionistas aislados-minoritarios se ilustra en el eficaz uso del derecho de voto.

Aunque somos conscientes de que en las sociedades bursátiles –como en ningún otro tipo social– se da el conocido **fenómeno de separación** ¹¹ **entre propiedad y control** ¹² **y el absentis-**

¹⁰ Se percataba ya de este fenómeno HIRSCH. *La protection des actionnaires minoritaires de lege ferenda*. SAG, 1978, págs. 68 y ss. Por su parte, precisa de manera sintética: RECALDE CASTELLS, A. «Organización y "buen gobierno" de las sociedades anónimas cotizadas». Núm. 210. *Noticias de la Unión Europea*, 2002, pág. 79: «Lo fundamental para desactivar este riesgo es establecer mecanismos de supervisión de la gestión. Con arreglo a la lógica de un sistema de economía de mercado el control habría de corresponder a los accionistas en tanto que propietarios. Pero este modelo no resulta eficaz si los accionistas no utilizan los instrumentos de control puestos a su disposición. Lo que sí se verifica es que la gestión tiende a desarrollarse en defensa de los intereses de la sociedad y de los accionistas cuando los administradores pueden temer la pérdida de sus cargos. De ahí que se deban establecer mecanismos que faciliten la sustitución de los administradores. En todo caso, el problema que se trata de resolver es el del control de la gestión de las sociedades abiertas dirigidas por un pequeño grupo de *managers* y en las que el capital de forma muy mayoritaria está repartido entre un gran número de socios que se muestran desinteresados de la gestión».

¹¹ Véase lo que apunta la *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles. Comisión General de Codificación. Sección de Derecho Mercantil* (SÁNCHEZ CALERO-RODRÍGUEZ, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO y ROJO FERNÁNDEZ RÍO). *Op.cit.* pág. 25: «Normalmente, estas sociedades son los "operadores económicos" más importantes; y también, en ocasiones, se encuentran controladas por minorías porcentualmente ínfimas respecto del total del capital social. Se produce así la conocida disociación entre quienes administran patrimonios, repartida entre miles de accionistas que invierten en Bolsa y entre inversores institucionales. Resulta imprescindible establecer los mecanismos necesarios para impedir que esas minorías de control administren el enorme patrimonio de la sociedad y los negocios sociales atendiendo más a su propio beneficio personal que al interés social».

¹² Obra referencia sobre esta temática es la representada por BERLE, A. y MEANS, G.C. *The Modern Corporation and Private Property*. 2.ª Edic. New York, 1939. Ya se expresaba también, RIPERT, G. *Aspects juridiques du capitalisme moderne*. 2.ª Edic. París: LGDJ, 1951, págs. 58, 98 a 109: «Les actionnaires savent que leur pouvoir est plus théorique que réel: mais ils son flattés de se le voir reconnaître. La démocratie grise les électeurs d'illusions». También CHAMPAUD, C. *Le pouvoir de concentration de la société par actions*. París: Sirey, 1962. pág. 107: «L'administration de la société anonyme repose sur une fiction démocratique». PAZ-AREZ RODRÍGUEZ, J.C. «Reflexiones sobre la distribución de poderes en la moderna sociedad anónima (teoría crítica de M.A. EISENBERG)». Núm. 146. *RDM*, octubre-diciembre, 1977. pág. 566, donde explica que en la sociedad anónima hay dos fuentes generadoras de potestad decisoria: el dominio y la gestión. Explica, por su lado, ALONSO UREBA, A. «El gobierno de la Sociedad Anónima Cotizada (reforma legal versus Códigos de conducta)». En AA.VV. *Instituciones del Mercado Financiero*. Madrid, 1999. págs. 3.216, 3.249 y 3.250: «La evolución del mercado de capitales a través del proceso de concentración de los inversores individuales por medio de los inversores institucionales o colectivos...los procesos de *privatización* de las grandes anónimas públicas y, unido a ello, un rápido desarrollo de los mercados bursátiles...provocará una nueva sensibilidad hacia el *accionista como inversor*, a lo que se une la irrupción en la cultura europea continental bursátil de los grandes inversores colectivos o institucionales...ligados a las

.../...

mo¹³ de los accionistas ahorradores. Así, los accionistas que poseen participaciones de modesta entidad económica tienen la convicción de no poder influir mínimamente sobre la suerte de la sociedad, y la Junta deja de ser el lugar de debate y de expresión de los votos ponderados de todos los socios¹⁴ para convertirse —en la práctica— en mera ratificación de la decisión de la preestablecida mayoría. Esto ha generado una progresiva concentración de los sujetos y la formación de una masa numéricamente siempre más imponente de accionistas que tienden a desinteresarse¹⁵ de la sociedad, aten-

.../...

grandes corporaciones financieras europeas (los Bancos)... La evolución de la estructura de los mercados de capitales, a través de la progresiva importancia en los mismos de los inversores institucionales o colectivos, determinará la insuficiencia de la tradicional distinción entre el denominado accionista empresario o de control (que aspira junto a los administradores a tener el poder de decisión en la sociedad) y el accionista meramente inversor desentendido de la gestión y de su control».

Véase, además, el *Informe Olivencia sobre el Gobierno de las sociedades cotizadas*, febrero 1998, pág. 7: «La separación entre propiedad y gestión... accionistas significativos, el creciente número de los pequeños inversores y el peso cada vez mayor de los institucionales son factores que introducen tensiones internas en la propiedad de las sociedades». También en HARRISON, J.L. *Law and Economics in a Nutshell*. St. Paul Minn., 1995, págs. 56 y ss. HANSMANN, H. *The Ownership of Enterprise*. Cambridge, Mass. London, 1996. MORO VISCONTI, R. «Proprietà diffusa e concentrazione azionaria». *Op. ult. cit.*, pág. 376.

¹³ Decía RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. «Reflexiones en torno a la retransmisión por televisión de la J.G. de la SA». Núm. 121. *RDM*, 1971, pág. 353: «Se han hecho casi tópicas las consideraciones en torno al absentismo de los accionistas, a la concentración del poder en manos de unos pocos, a la separación, cada vez más profunda, que existe entre el poder —radicado en el órgano administrativo— y la propiedad representada por la JG. Estas consideraciones conducen a la necesidad de plantearse la reorganización de la SA». VEBLEN. *Absentee Ownership and Business Enterprise in recent Times. The Case of America*. 1.ª Edic. 1923, 2.ª Edic., 1954. GALGANO, Fco. «El desplazamiento del poder en las sociedades anónimas europeas». En AA.VV. *Estudios Jurídicos sobre la SA*. Madrid: Cívitas, 1995, págs. 61 a 85, espec. págs. 69 y 70. HERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, Fco. «La emisión del voto por representante en la Junta general de la sociedad anónima: forma y contenido del poder». Núm. 3. *RJC*, 1992, pág. 676, «una de las causas últimas del absentismo está en la existencia de distintos tipos de accionistas. La doctrina suele referirse a dos grupos de accionistas: accionistas de ahorro y accionistas de control. Los accionistas de control tienen importante participación en las sociedades, por lo que les afecta muy directamente su marcha y la forma en que son administradas... Por el contrario, los accionistas de ahorro son personas que compran acciones con la única intención de realizar una inversión rentable... En las sociedades que cotizan en Bolsa los accionistas de control son una minoría frente a los de ahorro». A su vez: BERLE/MEANS. *The Modern Corporation and Private Property*. New-York, 1993, págs. 352 y ss. Más reciente: MIQUEL RODRÍGUEZ, J. «Art. 93 de la LSA». En AA.VV. Vol. 2. *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas*. Madrid: Tecnos, 2001, pág. 953: «En las sociedades abiertas suele haber un grupo de control, integrado por miembros del órgano de administración, y numerosos accionistas dispersos, con porcentajes muy minoritarios de participación en el capital, que ni siquiera asisten a las juntas, y que frecuentemente se hacen representar, y delegan el voto precisamente a personas vinculadas a los grupos de control. En consecuencia, las votaciones frecuentemente acaban en aceptación por aclamación de los acuerdos propuestos (salvo los casos de notoria mala gestión por parte de los administradores que suele terminar con su destitución, e incluso reclamación de responsabilidad)».

¹⁴ Apuntan COZIAN, M. VIANDIER, A. DEBOISSY, F. *Droit des sociétés*. 14.ª edic. París: Litec, 2001, pág. 289: «Dans l'imaginerie d'Épinal, qui fait vivre les sociétés anonymes sous le régime de la démocratie universelle, les citoyens-actionnaires constituent le peuple souverain, élisant (et revoquant) leurs représentants au gouvernement de la société. La vérité est toute différente... En ce cas, le pouvoir est exercé sans partage par les dirigeants, lesquels, en s'appuyant sur une part relativement faible du capital social, sont en mesure de conduire la société aussi aisément que le ferait un entrepreneur individuel dans son entreprise».

¹⁵ Advertía ya GIRÓN TENA, J. «Sociedades y Bolsa». En *Coloquio de Derecho Bursátil*, Universidad de Bilbao, 1970, págs. 99 y 100: «Los títulos que cotizan en Bolsa, en efecto, son objeto de un tráfico por personas que constante y profesionalmente no se interesan en la vida de la sociedad. Pero no quiere decirse que se renuncie a una acción ocasional de purificación o de sustitución de mandos en la sociedad, de donde parte en definitiva el valor del bien, respecto del cual trafican. Inversores institucionales y eventuales, interesados potenciales en una lucha por el control, crean constantemente una observación que sin duda establecen la necesidad de una administración responsable y susceptible de ser en cualquier momento objeto de juicio o de cotejo». GARCÍA DE ENTERRÍA, J. «El control del poder societario en la gran empresa y la función disci-

.../...

tos únicamente al rendimiento a corto plazo de su propia inversión ¹⁶ y a un deterioro –o inactividad– en el ejercicio del derecho al voto en la Junta.

2. EL DERECHO DE VOTO COMO INSTRUMENTO DE PARTICIPACIÓN EN LA SOCIEDAD COTIZADA

Según la construcción tradicional de la sociedad por acciones o de capital es la operatividad del principio democrático la que conlleva a que el poder soberano en el seno de la sociedad perte-

.../...

plinaria de la OPAS». Núm. 47. *RDBB*, 1992, págs. 665 a 689. REMÓN PEÑALVER, J. «Problemática de la organización y régimen jurídico de la empresa pública». Núm. 221. *RDM*, julio-septiembre, 1996, págs. 921 a 941.

También, SÁNCHEZ CALERO, F. «Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho español». Núm. 44. *RDBB*, octubre-diciembre, 1991, pág. 917. JUSTE MENCIA, Javier. *Los Derechos de Minoría en la Sociedad Anónima*. Pamplona: Aranzadi-RdS, 1995, pág. 64: «Evidentemente, en estos casos no son suficientes los medios propios del Derecho de sociedades, cuando se verifica la presencia de pequeños inversores no interesados en la marcha de los negocios sociales, más allá de su preocupación por la rentabilidad del título o su valor de cotización». Además, TAPIA HERMIDA, A.J. «Las Acciones sin voto». Núm. 40. *RDBB*, octubre-diciembre, 1990, pág. 754: «El absentismo de los accionistas de ahorro provoca una dejación en el ejercicio de los derechos políticos o administrativos que les corresponde, una existencia "vacante" de tales derechos y un riesgo de utilización disfuncional de aquéllos... Los anteriores riesgos se ponen de relieve, evidentemente, en el funcionamiento de las grandes sociedades anónimas. Dado que es precisamente en éstas donde se ha manifestado un interés público notorio, urge la necesidad de ofrecer soluciones desde el punto de vista jurídico-normativo para evitar los fenómenos de "imantación" de las acciones "desactivadas" de su carga política y pertenecientes a los denominados "socios dimisionarios"». A su vez, RECALDE CASTELLS, A. «La reforma de las sociedades cotizadas». Núm. 13. *RdS*, 1999-2. pág. 173. ALONSO LEDESMA, Carmen. «El papel de la Junta general en el gobierno corporativo de las sociedades de capital». En AA.VV. *El Gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid: Marcial Pons, 1999, pág. 616. Dice finalmente, en torno a este fenómeno: TRIÁS SAGNIER, M. *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*. Madrid: McGraw Hill, 1998, pág. 49: «Apatía racional porque se considera que los costes aparejados a la intervención, e incluso a la emisión de un voto suficientemente informado no justifican el beneficio que pudiera ello acarrear al accionista individual».

Lo mismo sucede en el Derecho alemán, MERTENS. «Der Aktionär als Wähler des Rechts?». *AG*, 199, págs. 52 y ss. Para el Derecho italiano: MARCHETTI, P.G. «Il Ruolo dell'Assemblea nel TUE nella Corporate Governance». En AA.VV. *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*. Padova: Cedam, 1999, pág. 8: «La realidad de la sociedad cotizada se encargaba de poner en evidencia el progresivo absentismo de los socios. Así, los quórum reducidos en tercera convocatoria normalmente eran suficientes para constituir válidamente las asambleas especiales».

No obstante todo lo anterior, nos encontramos con la argumentación de SAN SEBASTIÁN FLECHOSO, F. «Reflexiones sobre Gobierno corporativo comparado (a propósito de un reciente libro)». Núm. 70. *RDBB*, abril-junio, 1998, pág. 507, que dice: «Hoy en día la dispersión accionarial se ha reducido en la misma medida que ha aumentado la inversión institucional. El accionista individual va cediendo su cartera y sus ahorros a un inversor institucional que conoce profesionalmente las complejidades del mercado y que sabe formar una cartera equilibrada de valores».

¹⁶ Como señala SAGASTI AURREKOETXEA, Josu J. *El régimen jurídico de las acciones sin voto en el Derecho español y comparado de sociedades y de valores*. Madrid: Civitas, 1997, págs. 34 y 35: «... el interés del pequeño accionista se centrará en el reparto del mayor dividendo posible y en que se lleve a cabo una ampliación de capital, que le permita aumentar su participación a un tipo inferior al de la cotización bursátil o realizar los cupones correspondientes al derecho de suscripción preferente... En estos casos, tal colectivo de socios opta por otorgar su representación, la cual, habitualmente, recae en la minoría con vocación de mando, es decir, en los propios administradores de la Sociedad y en los Bancos donde dichos accionistas depositan sus títulos... Como vemos, se ha roto estrepitosamente aquel principio de proporción entre el riesgo corrido por el capital propio invertido en la empresa y el poder ejercitado en el gobierno de ella, porque en definitiva, el mando teórico ha pasado a manos de quienes generalmente se juegan poco o nada de lo suyo en los resultados». También, en esta línea de pensamiento: CACHÓN BLANCO, J.E. «El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios: aspectos teóricos y prácticos». Núm. 55. *RDBB*, 1994, pág. 656: «Las sociedades anónimas cotizadas en Bolsa presentan como característica de hecho el desinterés de los accionistas minoritarios, que, conocedores de su escaso poder en las votaciones y decisiones, optan por renunciar al ejercicio de sus derechos, excepto los económicos (dividendo y derecho preferente de suscripción)».

nece a todos los accionistas reunidos en asamblea o Junta. En la realidad, el alcance de este principio está vinculado a los principales derechos de los accionistas en la sociedad¹⁷ y sus derechos de propiedad; en cuanto que a cada acción, en principio, le está atribuido un derecho de voto¹⁸. Aunque podemos decir que no es la mayoría de los accionistas los que ejercitan el poder soberano en el interior de la sociedad, sino aquellos que poseen la mayoría de los derechos de voto en la Junta o asamblea. Sin embargo, la aplicación del principio mayoritario en las sociedades de capitales configura una situación que se asimila a una forma de gobierno plutocrática y oligárquica¹⁹ más que democrática.

¹⁷ Al respecto, OLIVENCIA RUIZ, M. «Algunas cuestiones sobre el derecho de voto en la sociedad anónima». Núm. 17. *AAMN*, 1972, págs. 265 a 287. También, *cfr.*, la obra de BERLE y MEANS. *The Modern Corporation & Private Property*. 2.ª Reimpr., 1997. Aunque como señala CAMPUZANO LAGUILLO, A.B. *Las clases de acciones en la sociedad anónima*. Madrid: Civitas, 2000, págs. 88 y 89: «Comienzan a surgir grandes sociedades anónimas en donde resulta imposible reunir en junta general a todos los socios y en donde se aprecia un creciente desinterés de los pequeños accionistas en la marcha de la gestión social, al resultarles antieconómico y ocioso ejercer el derecho de voto. Aunque se proponen diversos medios para recuperar el interés del accionista en la junta general, aumentando y facilitando el ejercicio de algunos derechos, en última instancia se optará, no sin algunas voces discrepantes, por la admisión de nuevas fórmulas de participación entre las que encuentran las acciones sin derecho de voto, como mecanismo que da respuesta a los nuevos intereses de un concreto sector accionarial. Al suscriptor de esta clase de acciones se le institucionaliza, así, como un inversor».

¹⁸ Según DUQUE DOMÍNGUEZ, J.F. *Tutela de la Minoría. Impugnación de acuerdos lesivos (art. 67 LSA)*. Valladolid: Universidad de Valladolid, 1957, pág. 42: «El punto de partida lo constituye la consideración de que el voto, además de derecho, es una función, y de que el votante, además de administrado, es un administrador, en cuanto que, mediante el ejercicio de aquel poder, no solamente produce efectos sobre su propio patrimonio, sino también, mediatamente, a través del patrimonio social, en el de los otros socios». A su vez, JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. «La acción como parte del capital y como conjunto de derechos en la Ley de Sociedades Anónimas». *Derecho de los Negocios*, 1991, pág. 241: «El derecho de voto en las Juntas generales constituye el arquetipo de los derechos políticos del accionista. Ha de reconocerse como pieza esencial de su posición en la sociedad anónima, puede ser regulado por los estatutos de forma que directa o indirectamente se introduzcan privilegios que alteren su ponderación en función de la participación en el capital social de las acciones que lo atribuyen... Sí es admisible, para evitar la creación de situaciones de predominio excesivo en las Juntas, limitar con carácter general el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista o las sociedades pertenecientes a un mismo grupo (art. 105.2 LSA)». Reclama por su lado: TAPIA HERMIDA, Alberto J. «Los accionistas y el gobierno de las sociedades cotizadas». En *Estudios Jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*. Madrid: Civitas, 1996, págs. 2.560 y 2.561: «Los accionistas en general deben intensificar el ejercicio de los derechos políticos o administrativos que son inherentes a sus acciones, principalmente, los derechos de voto y de información (art. 48.2 LSA)... todo accionista, con independencia de su porcentaje de participación en el capital social, puede ejercerlos en el seno de la Junta general ordinaria de accionistas; estando únicamente condicionado por las limitaciones de los derechos de asistencia y voto que puedan fijar los estatutos sociales, respetando, en todo caso, lo establecido en el artículo 105 de la LSA». TRIAS SAGNIER, M. *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*. Madrid: McGraw Hill, 1998. pág. 158 y ss. Véase, en cambio: RECALDE CASTELLS, A. *Limitación estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales*. Madrid: Civitas, 1996, págs. 101 y ss.

Finalmente, para el Derecho italiano *vid.* TRAISCI, F.P. «Riflessioni in tema di Diritto del socio all'informazione: esperienze giuridiche a confronto». Núms. 5-6. *Rivista del Diritto Commerciale*, 1997, pág. 506: «Participando en la votación el socio realiza de este modo el interés social y, por ello, informándose correctamente no hace sino que perseguir con mayor celo tal interés, el derecho de voto no puede configurarse como un poder, concedido al socio que persigue el interés social, esto es, intereses que no le pertenecen del todo; mientras que sí se considera al derecho de voto en cuanto que no persigue sólo el interés social, sino más bien el propio interés al interno de la sociedad». Para el Derecho francés: COZIAN, M. VIANDIER, A. DEBOISSY, F. *Droit des sociétés*. 14.ª edic. París: Litec, 2001. págs. 292 y ss., «Le droit de vote est néanmoins souvent présenté comme la prérogative la plus importante de l'actionnaire; cette présentation serait acceptable si l'actionnaire l'exerçait effectivement, ce qui est loin d'être toujours le cas, spécialement dans les grandes sociétés. Cependant, la loi privilégie une vision théorique et traite avec un respect désuet le droit de suffrage, son principe, comme ses modalités d'exercice».

¹⁹ GARRÍGUEZ Y URÍA. *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*. Tomo I. Madrid, 1976, pág. 552. Dice SAGASTI AURREKOETXEA, J.J. *El régimen jurídico de las acciones sin voto en el Derecho español y comparado de sociedades y de valores*. Madrid: Civitas, 1997, pág. 38: «aquella Sociedad Anónima de cuño democrático, en la que todos los accionistas reunidos en asamblea...

.../...

tica, en donde son pocos los que poseen efectivamente el poder, y los que se encuentran en grado, gracias a sus medios económicos y sus estructuras jurídicas, de disponer de la mayoría de los votos en sede asamblearia. Desde esta perspectiva, la minoría ²⁰ debe tener los instrumentos ²¹ posibles que canalicen conforme a su participación social el ejercicio de sus derechos políticos, esto es, votar los acuerdos o decisiones que correspondan a la marcha de la sociedad ²². Estos instrumentos canalizadores del voto en el caso de las minorías se han intentado disciplinar en los diversos ordenamientos –en mayor o menor grado– a través del derecho de voto por correspondencia, delegación, o bien la cada vez mayor necesidad de agrupación de votos traducida su posesión en una sindicación ²³ o

.../...

blea habían de decidir los destinos de la empresa, al correr del tiempo iba recobrando prácticamente su antigua fisonomía oligárquica por obra y gracia del poder absorbente de los grandes accionistas y por el abandono de los tenedores de pequeño número de acciones, que, ligados a la Sociedad por débiles intereses, no suelen acudir a las Juntas generales y delegan el ejercicio del derecho de voto a favor de los Bancos depositarios de acciones».

Incluso en las sociedades bursátiles se presenta –en muchas ocasiones– la ineficacia del derecho de voto, así: RECALDE CASTELLS, A. *Limitación estatutaria*. Op. cit., pág. 29: «No es inútil recordar aquí las tantas veces reiterada pérdida de significación del voto en las grandes sociedades anónimas públicas con una gran masa de accionistas dispersos». TAPIA HERMIDA, J. «La Junta general de accionistas de la sociedad». Op. cit., pág. 2.946: «Los mecanismos de protección de las minorías presentan una efectividad práctica muy limitada, quizás en parte por la negligencia de tales minorías en su conocimiento y voto. En conclusión, la observación de las formas de ejercicio del voto en las SS.AA. cotizadas nos muestra numerosos factores de ineficiencia en una eventual mercado de control societario porque los accionistas externos no acuden a las Juntas; y, cuando deciden acudir, se encuentran con una auténtica "carrera de obstáculos" para la eficacia de su voto».

²⁰ Cfr., TORINO, Raffaele. «L'istituzionalizzazione delle minoranze azionarie. Le associazioni di azionisti in Francia e in Italia». Núms. 2-3. *Rivista delle società*, 1999, pág. 604: «La tutela di tali minoranze costituisca uno dei dichiarati obiettivi intermedi attraverso cui giungere alla meta finale dell'efficiente allocazione del controllo di tali società (...) per rendere le masse disperse di piccoli azionisti uno dei protagonisti della vita delle società quotate, attraverso una nuova ipostazione dei rapporti tra la maggioranza e le minoranze azionarie».

²¹ Para el Derecho portugués, véase, MARTÍNEZ PÉREZ-ESPINOSA, A. «Recomendaciones de la CNMV sobre el Gobierno de las sociedades cotizadas, Portugal 1999». Núm. 14. *RdS*, 2000, pág. 548: «Debe ser estimulado el ejercicio activo del derecho de voto ya sea directamente, por correspondencia o por representación... el Código de las sociedades mercantiles sobre el ejercicio del derecho de voto deja margen para que las sociedades, en los respectivos estatutos, consagren medidas para estimular el ejercicio de este derecho tendentes a combatir el frecuente absentismo de los accionistas en las reuniones de la Junta general...el nuevo Código de Valores Mobiliarios viene a confirmar el principio de la admisibilidad del voto por correspondencia en las Juntas generales de las sociedades abiertas y, en señal de un avance legislativo que debe ser acompañado por la práctica societaria».

²² Señala SÁNCHEZ CALERO, F. *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*. Madrid: Real Academia de Legislación y Jurisprudencia, 2001. Discurso leído el día 26 de marzo de 2001, en el Acto de su recepción como Académico de número, pág. 191: «Surge con vigor un interés diverso por apropiarse del derecho de voto por parte de otras personas (en especial del grupo de control), por lo que la regulación de esta materia ha de guiarse por el propósito de revitalizar en lo posible el interés del socio por la marcha de la sociedad». Vid., VALENZUELA GARACH, F. *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores*. Madrid: Cívitas, 1993, págs. 65 a 68. BROSETA PONT, M. «Reforma del derecho de sociedades anónimas». En *La Reforma de la Legislación Mercantil*. Madrid, 1979, págs. 193 y 194. Para el Derecho comparado: VALLEE, T. *La société anonyme européenne*. París, 1991, pág. 35.

²³ Véase al respecto: PÉREZ MORIONES, A.. *Los sindicatos de voto para la Junta general de Sociedad Anónima*. Valencia: Tirant lo Blanch, 1996, págs. 45 y 47, que define a la sindicación como: «Asociación formada para la defensa de intereses económicos o políticos comunes a todos los asociados y en el sentido de ligar a varias personas en forma de sindicato... Dentro del amplio fenómeno de la sindicación de acciones, deben quedar incluidas, según nuestra opinión, tanto la sindicación de voto, como la sindicación de bloqueo. La primera de ellas implica la afectación de acciones con la finalidad de ejercitar una influencia estable en la agrupación voluntaria de personas de la que son miembros los titulares de aquellas mediante el ejercicio unificado del derecho de voto (ésta es la que a nosotros nos interesa). Por su parte la segunda de ellas conduce, en principio, a la unión de acciones con la finalidad de limitar o condicionar la transmisión de las mismas, aun cuando... estos últimos suelen ser constituidos habitualmente con la finalidad de asegurar la disciplina establecida por medio de los sindicatos de voto».

asociación de votos ²⁴. Otra de las medidas presentes en la Ley (LSA) con el objetivo aparente de proteger a los socios minoritarios, más o menos interesados en la gestión social, es la posible limitación por voluntad de los socios fundadores o por acuerdo de la Junta –constituyente o constituida para modificar los estatutos– del número máximo de votos a emitir por cada socio ²⁵. Sin embargo, la práctica ha demostrado que con tal medida puede fácilmente provocarse el efecto contrario en sociedades con abundante accionariado absentista, puesto que se deja vía libre a los administradores, incluso sin poseer participación en el capital, que pretendan sacar adelante algún acuerdo, sin que se puedan oponer a él socios que posean una proporción significativa de capital, que en estas sociedades bastaría con que fuera un 10 ó 15 por 100 del capital social. A esto debe añadirse que es una de las vías principales para desincentivar la formulación de ofertas públicas de adquisición, puesto que carece de sentido intentar adquirir participaciones de capital relevantes, si a los efectos de votar, únicamente va a computarse el porcentaje establecido estatutariamente. Es evidente, por tanto, que en este caso no se está intentando proteger a los socios minoritarios, sino garantizar al grupo de control su continuidad al frente de la sociedad. Es más, no sólo no se protege a aquéllos, sino que se les perjudica, puesto que sus acciones pierden liquidez y seguramente valor en su cotización ²⁶. Y lo anterior es así por la relevancia que posee el derecho de voto como instrumento que permite a los accionistas fiscalizar la gestión desarrollada por los administradores, que ha adquirido en los últimos tiempos una renovada significación a través del así llamado mercado del control de las empresas ²⁷. Como se sabe, es éste un mercado en el que el objeto sobre el que se negocia es el control de las grandes empresas, - que son la gran mayoría sociedades cotizadas en Bolsa-, noción esta de control que aquí debe ser entendida en el sentido de poder para decidir en la sociedad gestionando sus recursos patrimoniales.

Junto a lo señalado, también debemos destacar otros aspectos vinculados al ejercicio del derecho al voto como lo hace FERNÁNDEZ PÉREZ ²⁸ en cuanto que «la Ley, permite, igualmente (arts. 50 y 105 LSA) alterar la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto, al condicionar el ejercicio del derecho de voto a la posesión de un número mínimo de acciones determinado en los Estatutos, con la posibilidad de agrupación hasta lograr el límite exigido. Esta posibilidad es cla-

²⁴ Conforme a FERNÁNDEZ DEL POZO, L. «Transparencia de los sindicatos de voto entre accionistas». Núm. 45. *RDBB*, enero-marzo, 1992, pág. 95: «El vínculo de agrupación –en el caso de que existan varios accionistas que se asocien– puede calificarse de sindicato de voto: los accionistas se comprometen a votar a uno/varios administradores». Aunque como precisa RECALDE CASTELLS, A. *Limitación estatutaria. Op. cit.*, pág.110: «Si se aplicara en este caso la limitación, los accionistas sufrirían una reducción del poder de decisión vinculado a los votos que ejercitan conjuntamente o de común acuerdo, merma que no experimentarían en caso de votar individualmente».

²⁵ Apoya la no limitación de votos TAPIA HERMIDA, J. «La Junta general de accionistas de la sociedad». *Op. cit.*, pág. 2.946: «El régimen del ejercicio de aquel derecho en las Juntas generales de las dichas SS.AA. debería perseguir, como objetivo prioritario, despejar el camino de aquellos obstáculos para que se evite la distorsión entre propiedad y control y se mejore la eficiencia del mercado de control societario. De ahí que una primera medida debería ser la prohibición de las limitaciones estatutarias del derecho de voto, puesto que constituyen una de las medidas más efectivas para que los grupos de poder perpetúen las distorsiones entre propiedad y control que están en el origen de las patologías que los códigos de buen gobierno corporativo han pretendido evitar».

²⁶ Así, FERNÁNDEZ PÉREZ, N. *La Protección Jurídica del Accionista Inversor*. Núm. 14. Madrid: Aranzadi, 2000, págs. 405 y 406.

²⁷ En palabras de RECALDE CASTELLS, A. *Limitación estatutaria del derecho de voto. Op. cit.* pág. 30.

²⁸ FERNÁNDEZ PÉREZ, N. *La Protección Jurídica. Op. cit.*, pág. 112.

ramente contraria a la protección de los accionistas al constituir un claro atentado contra el principio de paridad de trato entre los accionistas, puesto que la privación del ejercicio del derecho de voto, con- sustancial a estas acciones, no se ve compensado patrimonialmente tal y como sucede respecto a las acciones sin voto». Extremo, pues, que va en detrimento de los pequeños poseedores de acciones.

En efecto, recuérdese que en el artículo 105.2 de la LSA, se disciplina la posibilidad de limi- tar la potencia de voto del socio, si bien la cláusula no debe incidir sobre el ejercicio de otros dere- chos distintos al de voto. Así no se afectará a los derechos de minoría ²⁹ cualificados atribuidos en función de la titularidad de una determinada cuota del capital (por ejemplo, arts. 100.2, 112.2, 114.1, 120.1, 143.1, 205.2, entre otros, LSA). La posibilidad contemplada en el artículo 105.2 de fijar limi- taciones a la potencia máxima de voto del accionista sólo trata de atemperar o diluir el poder de que disponen los accionistas más importantes. En ningún caso se puede pretender que las limitaciones del voto sirvan para impedir el ejercicio de derechos de la minoría o para reducir su alcance tutelar. En este sentido, debe subrayarse además, que estos derechos se atribuyen con la misma finalidad que –de forma un tanto vaga y genérica– en ocasiones se invoca como justificación de las limitaciones de voto, en concreto, para proteger a la minoría ³⁰ frente a los socios mayoritarios. Conviene reiterar, por tanto, que el ejercicio de los derechos atribuidos a las minorías –que dependen de la titularidad de una deter- minada cuotaparte del capital y no de los votos– no se ve afectado por las limitaciones del número máximo de votos que se establezcan en los estatutos. Estas cláusulas no impiden, por tanto, el ejerci- cio de los derechos de minoría ni cuando la cuota equivalente a la contemplada por el legislador para atribuir el derecho de minoría pertenece a un solo accionista, ni cuando es un grupo de socios el que se reúne para, actuando conjuntamente, alcanzar aquella cuota. Nótese que desde la tutela institucio- nal de los inversores (art. 13 Ley del Mercado de Valores) y, mediatamente, desde el establecimien- to de una ordenación que trata de generar la confianza de los inversores en un eficiente funciona-

²⁹ Apunta RECALDE CASTELLS, A. *Limitación estatutaria. Op. cit.*, págs.106 y 107: «Algunas dudas ha suscitado en cierto sector de la doctrina la posibilidad de aplicar la limitación de voto cuando la minoría ejercita el derecho de representa- ción proporcional en la elección de los miembros del consejo de administración (art. 137 LSA). Algún sector de la doc- trina justifica la aplicación a este supuesto de las cláusulas de limitación del voto, por una parte, porque el artículo 137 de la LSA está presuponiendo que la minoría que ejercita el derecho a obtener una representación proporcional en el con- sejo dispone del derecho de voto, tal como demostraría el hecho de que las acciones agrupadas no puedan intervenir en la votación planteada con vistas a la elección de los demás miembros del consejo; y, por otro lado, se dice también que no se entiende por qué las limitaciones de voto pueden incidir en acuerdos de tanta trascendencia como los menciona- dos en el artículo 103 y no, en cambio, en el ejercicio del derecho a obtener una representación proporcional... El artícu- lo 137 es, por otro lado, una norma –y éste es el argumento con un mayor peso de convicción– que, en realidad, queda al margen del régimen sobre potencia y emisión del voto por el socio o sobre organización de la junta, ámbito en el que se desarrollan con toda su eficacia las limitaciones de voto. El número de votos de cada accionista se determina con ar- reglo a las reglas legales o estatutarias y, entre ellas, de acuerdo con el artículo 105.2 de la LSA. El cómputo de las limi- taciones sirve para determinar el procedimiento ordinario de elección y nombramiento de los administradores en la junta».

³⁰ Plantea RECALDE CASTELLS, A. *Limitación estatutaria. Op.cit.*, págs. 104 y 105: «Parece convincente pensar que en rea- lidad la exigencia del voto favorable de accionistas que representen una mayoría reforzada del capital presente o repre- sentada en la junta, igual que sucede en Alemania, constituye una medida de tutela de la minoría frente a la mayoría, entendidos ambos términos en función de los resultados de la votación en la junta; es decir, la mayoría pudo eventual- mente alcanzarse, dada la existencia de limitaciones de voto, en contra de los principales accionistas... Ahora bien, si ésta es la razón que mejor explica el hecho de que en los acuerdos de mayor importancia se exija que voten favorablemente los titulares de cierta cuota de capital, no se comprende por qué en nuestro ordenamiento el requisito opera sólo respec- to de los acuerdos que se adoptan en una junta reunida en segunda convocatoria».

miento del mercado, como principios que inspiran el llamado Derecho del mercado de valores, podría considerarse necesaria una regulación prohibitiva de las limitaciones de voto cuando las citadas cláusulas fueran a aplicarse a sociedades cuyas acciones se encuentran admitidas a cotización. Y ello, es sólo desde la perspectiva de los fines propios del Derecho del mercado de valores como pueden llegar a ser prohibidas. De modo que si partimos de la función que en ocasiones se suele atribuir a estas cláusulas como técnicas de tutela de la minoría, debe reconocerse que las limitaciones de voto al proyectarse sobre sociedades cotizadas pueden tener más efectos nocivos que beneficiosos para los pequeños accionistas tal y como adelantábamos. En estas sociedades la protección de los inversores se desarrolla, fundamentalmente, a través de la misma existencia de un mercado seguro, ágil y con suficiente liquidez. Por tanto, el apoyo institucional a un régimen de efectiva competencia económica en los mercados de valores que se basara en la supresión de todas las barreras existentes al libre desenvolvimiento de las fuerzas del mercado, tutelaría indirectamente mejor a los pequeños accionistas que los mecanismos clásicos del tradicional Derecho de sociedades anónimas ³¹.

Desde este punto de vista, podría considerarse conveniente eliminar la posibilidad de que mediante un acuerdo mayoritario se insertaran en los estatutos de las sociedades cotizadas cláusulas de limitación del voto de los accionistas. Recuérdese que en la actualidad se prevé que los valores que vayan a ser objeto de admisión a negociación en un mercado secundario no podrán estar sujetos a ningún tipo de restricción a su libre transmisibilidad (disp. adic. primera, núm., 4, Rgto. de Emisiones y Ofertas Públicas de Ventas de Valores aprobado por RD 291/1992, de 27 de marzo). Luego, las cláusulas limitativas al derecho de voto deben desaparecer en el ámbito de actuación de las sociedades cotizadas, puesto que perjudican a la protección que hay que dispensar a los socios minoritarios.

En este sentido el artículo 378 de la *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles* ³². *Comisión General de Codificación*, prescribe la prohibición de limitación estatutaria de los derechos de voto: «En las sociedades cotizadas, los estatutos sociales no podrán limitar el número máximo de votos que pueda emitir un mismo accionista o sociedades pertenecientes a un mismo grupo». Por último, para cerrar este apartado baste observar –por ahora– en relación al incentivo que ha de recibir el derecho de voto y en lo relativo al Derecho comparado ³³, que en el Derecho italiano ³⁴ el artículo 127 del Texto de Intermediación

³¹ Así opina: RECALDE CASTELLS, A. *Limitación estatutaria*. *Op. cit.* págs. 174 y 175.

³² *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles. Comisión General de Codificación. Sección de Derecho Mercantil*. Ministerio de Justicia, 2002. *Op. cit.*

³³ Para el Derecho alemán, véase WAGNER. «Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung». Núm. 1. Die Bank, 2001, págs. 40 y ss.

³⁴ *Vid.*, al respecto: FERNÁNDEZ PÉREZ, N. «La reforma del mercado de valores italiano y del régimen de las sociedades cotizadas a la luz del texto unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1196, n.º 52 (Decreto legislativo de 24 de febrero de 1998, n.º 58)». Núm. 11. *RdS*, 1999, pág. 255: «En relación al voto, se introduce la posibilidad de que en los estatutos se prevea el ejercicio del voto por correspondencia, remitiendo al desarrollo reglamentario de la CONSOB las condiciones en que debe desarrollarse el mismo. Éste se ha producido a través de la Delibera CONSOB de 1 de julio de 1998 (arts. 73-77), en la que se determina entre otros aspectos: que en el anuncio de convocatoria de la Junta debe indicarse la posibilidad de ejercicio del voto por correspondencia, así como el tiempo y lugar para enviarlo; el carácter secreto del voto hasta el inicio del escrutinio en la Junta; el contenido del formulario; así como la posibilidad de revocación hasta el día previo a la celebración de la Junta. La introducción de esta medida viene claramente guiada por el propósito de fomentar la participación del accionista en las

.../...

Financiera (en adelante TU) ha dispuesto para todas las sociedades cotizadas la posibilidad de disponer en los propios estatutos el ejercicio del derecho de voto por correspondencia. En efecto, el mandato establece que el voto en Junta pueda ser ejercitado también por correspondencia, siendo un Reglamento de la CONSOB (equivalente a la CNMV), el que regule la modalidad del ejercicio de voto por correspondencia y de su posterior desarrollo en la Junta. De esta manera el voto por correspondencia puede considerarse un útil instrumento de tutela de la minoría, mirando a favorecer la participación activa del socio en las decisiones del órgano asambleario de la sociedad. En definitiva, el socio puede concurrir a la formación de la voluntad social ejercitando su derecho de voto por correo.

Igualmente, en el Derecho francés, el socio, en caso de imposibilidad de asistir físicamente a la Junta, puede elegir entre los siguientes comportamientos: conferir una delegación a otro socio o a su cónyuge, o bien al de otro socio; votar por correspondencia; restituir el módulo de delegación a la sociedad firmado, esto es, una delegación en blanco. En este sentido, cabe apuntar que explícitamente la normativa francesa indica que entre el voto por correspondencia y el voto por delegación, una vez dada la delegación, el socio no puede votar por correspondencia o tomar parte de la Junta al menos que revoque el mandato dado con anterioridad. Apuntado lo anterior, pasemos ahora a analizar las diversas modalidades del derecho de voto que resultan necesarias para que la minoría accionarial pueda actuar este derecho.

2.1. El derecho de voto por correspondencia.

Se reconoce en el artículo 391 de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles: «1. Salvo que los estatutos de la sociedad cotizada dispongan lo contrario, el voto de las propuestas sobre puntos comprendidos en el orden del día de cualquier clase de junta general podrá ejercitarse por el accionista mediante correspondencia postal o electrónica. 2. El Gobierno, a propuesta del Ministerio de Justicia, establecerá el régimen jurídico del voto por correspondencia»³⁵. Resulta de especial importancia lo reglamentado en la Ley 26/2003, que viene a modificar el artículo 105³⁶ de la LSA,

.../...

decisiones sociales». Para más información véase, FICO, Daniele. «Il Diritto di voto per corrispondenza nelle società quotate». Núm. 6. *Le società*, 1998, pág. 636: «Nel sistema di tutela delle minoranze costruito dal D.Legs. 24 febbraio 1998, n.º 58 (cd. riforma Draghi) si inserisce anche l'art.127, norma destinata a favorire la partecipazione attiva del socio alle decisioni dell'organo assembleare della società mediante l'attribuzione alle società emittenti titoli quotati della facoltà di prevedere nell'atto costitutivo l'esercizio del diritto di voto anche per corrispondenza».

En cambio, en contra de esta disciplina del derecho de voto por correspondencia dice BAGLIONI, M. «La tutela degli azionisti di minoranza: nuove prospettive?». *Le società*, 1996, pág. 885: «C'è il rischio che, favorendo di fatto l'assenteismo in assemblea dei piccoli azionisti, possa, in pratica, essere usate dagli amministratori in carica per rafforzare la propria posizione».

³⁵ En esta línea de actuación, TAPIA HERMIDA, J. «La Junta general de accionistas de la sociedad». *Op. cit.*, pág. 2.947: «En la SA cotizada resulta imprescindible facilitar el ejercicio del derecho de voto admitiendo los medios postales o electrónicos de manifestación de la voluntad del accionista siempre que se adopten las garantías pertinentes».

³⁶ Dos apartados añadidos al artículo 105 de la LSA: «4. De conformidad con lo que se disponga en los estatutos, el voto de las propuestas sobre puntos comprendidos en el orden del día de cualquier clase de junta general podrá delegarse o ejercitarse por el accionista 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. 5. Los accionistas que emitan sus votos a distancia deberán ser tenidos en cuenta a efectos de constitución de la junta como presentes».

añadiendo dos apartados que mejoran e incorporan el derecho de voto delegado y, en particular, el derecho de voto por correspondencia ³⁷ con la inclusión de las nuevas tecnologías, y con ello evitar los posibles problemas de colegialidad, así como la apatía de los accionistas, puesto que éstos vienen a considerarse como presentes incluso utilizando estos medios para dar el voto. A través de esta reciente Ley la legislación española se equipara a lo disciplinado en otras normativas de Derecho comparado ³⁸, si bien observaremos *infra* como ésta no desciende a legislar detalles a diferencia de lo que sucede, por ejemplo, en la normativa italiana.

Así, dentro del ejercicio del derecho al voto –como derecho político que corresponde a todo accionista–, destacamos a otras legislaciones como la italiana, donde se refuerce la posición de los accionistas minoritarios a través de la introducción del derecho de voto por correspondencia tal y como adelantábamos, es decir, como una variante en la actuación de este derecho. El voto por correspondencia está disciplinado en el artículo 127 del TU ³⁹, el cual simplemente deja a la autonomía privada la facultad de disponer en los estatutos tal sistema de voto ⁴⁰. De manera que el ejercicio del

³⁷ Señala el Profesor SÁNCHEZ CALERO, F. *La sociedad cotizada en Bolsa. Op. cit.*, pág. 213: «El voto por correspondencia ha sido utilizado tradicionalmente de forma muy escasa, dentro de nuestro ordenamiento relativo al Derecho de sociedades».

³⁸ Precisa sobre este aspecto SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, J. «Proyecto de Ley...». *Op. ult. cit.*, págs. 296 y 297: «Es cuestionable la solución legislativa, puesto que en un precepto destinado a la limitación de los derechos de asistencia y voto, se introduce una medida a facilitar precisamente el ejercicio de ese último derecho. En definitiva, lo que se viene a aceptar es la validez de cualquier forma de voto del accionista ausente, "mediante correspondencia postal o electrónica", siempre que existan procedimientos que permitan asegurar su identidad. Es una medida revolucionaria en el entorno de las grandes sociedades cotizadas en las que, como es sabido, los accionistas individuales suelen adoptar un común y mayoritario abstencionismo con vistas a participar en la formación de la voluntad social. Lo es también por cuanto, con independencia de que su utilización sea mayor o menor, pone en cuestión el actual modelo en virtud del cual el control de la Junta general lo detentan los administradores a través de la solicitud pública de representación, permitiendo el planteamiento normativo, de forma que los que debieran ser objeto de censura por los accionistas disponen de ser jueces de su propia actuación. De entre las distintas fórmulas que han de permitir el voto del accionista ausente, *internet* se perfila como la de mayor alcance. Con esta reforma, el ordenamiento español sigue las innovaciones ya advertidas en la experiencia comparada».

³⁹ SOLDATI, Nicola. «La tutela dei soci di minoranza nel testo unico della intermediazione finanziaria». N.º 3. *Rivista Diritto dell'economia*, 1999, pág. 707: «La ampliación de la modalidad de participación de los accionistas en la dinámica formativa de la voluntad asamblearia, con particular referencia al voto por correspondencia y a aquél por delegación. El artículo 127 del TU dispone que el acto constitutivo pueda disponer que el voto en Junta sea ejercitado también por correspondencia. La CONSOB ofrece su propio reglamento núm. 11520/1998 que ha previsto la modalidad de ejercicio del voto y de su desarrollo en la Junta». A su vez, MONTALENTI, P. «Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate». Núm. 25.3. *Giur. Comm.*, mayo-junio, 1998, págs. 345 y ss. SALANITRO, N. «La tutela delle minoranze nelle assemblee delle società quotate». Núm. 6. *Banca-Borsa, Titoli di credito*, noviembre-diciembre, 1999, pág. 688. En nuestra doctrina piensa sobre este particular: RECALDE CASTELLS, A. «Organización y "buen gobierno" de las sociedades anónimas cotizadas». Núm. 210. *Noticias de la Unión Europea*, 2002, pág. 94: «Al ejercicio del derecho de voto y a la representación para asistir y votar en la Junta, que tratan de revitalizar aquel órgano, asumiendo, al parecer, la posibilidad de reactivar la participación directa o mediata de los accionistas. Cabe destacar, por un lado, la previsión en Italia de la posibilidad de introducir en los estatutos el ejercicio del derecho de voto por correspondencia, sobre cuyo éxito en todo caso se mantiene serias dudas a la luz de la experiencia». Como puede observarse ha sido variada la legislación emanada de la CONSOB a los efectos de reglamentar el voto por correspondencia desde el año 1998, *cfr.*, <http://www.consob.it>.

⁴⁰ PACIELLO, A. «Democrazia societaria e voto extrassembleario». Núm. 1. *Rivista di Diritto dell'impresa*, 1999, pág. 38: «A toda sociedad cotizada que mediante su oportuno estatuto lo imponga puede utilizar el voto por correspondencia según la reglamentación dispuesta en los artículos 73 a 77 del *Reglamento CONSOB*. Según el artículo 75, el voto por correspondencia se adhiere a la forma de participación directa del socio en la votación en la Junta». SOLDATI, Nicola. «La tutela dei soci». *Ibidem*, pág. 708: «El legislador, sin embargo no ha impuesto la introducción del voto por correspondencia dejando espacio a la sociedad en cuestión el decidir su eventual introducción en el intento de dar vida a una mayoría y ulterior participación de los socios en la vida social».

voto por correspondencia viene reglamentado por la CONSOB italiana, que se detiene en algunos problemas relativos fundamentalmente a la información que se debe proporcionar a los socios. En primer lugar, el sistema del voto a distancia implica una carga informativa añadida a los administradores de la sociedad, en el sentido de que la propuesta de deliberación en la Junta debe ser comunicada por extensión a todos los socios. El Reglamento CONSOB se ocupa de dar contenido a esta obligación imponiendo que la propuesta de deliberación sea transcrita en el informe proporcionado a los socios (*ex arts. 74 y 75 Rgto. núm. 11520*)⁴¹. La cuestión que se plantea aquí es si el socio puede formular propuestas también si vota a distancia. Se responde negativamente argumentando que el socio está llamado a votar sobre propuestas de deliberación que sólo los administradores (en cuanto titulares del poder de convocar la Junta) pueden formular y deben expedir una nota preventiva a los socios en adecuación a los principios de corrección y transparencia.

Otro de los problemas que aparecen es la manipulación del voto a distancia, sobre todo, por obra de los administradores. Estos últimos podrían inducir a modificar (o no modificar) las propuestas iniciales teniendo en cuenta de manera previa la elección de los socios que se encuentran a distancia. El artículo 74 del Reglamento CONSOB, al efecto de evitar tales comportamientos, dispone que «el informe debe proponerse de modo tal que garantice el voto secreto desde el inicio del escrutinio». Por su parte, el artículo 77 del Reglamento núm. 11520 de la CONSOB se limita a establecer que «para el caso de modificación o integración de la propuesta sometida a la Junta, el titular del derecho que ha expresado el voto puede manifestar la propia voluntad eligiendo entre la abstención, el voto contrario y la adhesión a la propuesta de voto expresada por el Consejo de administración o de otro accionista».

Con todo, la innovación más importante de la normativa italiana viene dada por el Decreto de 1998 (núm. 58, Deliberación de la CONSOB núm. 11520 de 1 de julio de 1998), mediante el cual y según el artículo 131.4, le viene concedido a la sociedad el unir en un único módulo dos formularios, uno en relación al derecho de voto por correspondencia y el otro para la autorización de la delegación del voto. También, el artículo 131.2 prevé que debe adjuntarse al formulario el texto completo de toda deliberación que viene propuesta, donde se expliquen los motivos que conlleva cada propuesta por parte del proponente o autor; al mismo tiempo, un módulo para que el socio pueda solicitar ulterior información que siempre deberá estar disponible en la sede social.

En síntesis y en relación al Derecho italiano, podemos decir que el TU ha reconocido la posibilidad de ejercicio del derecho de voto por correspondencia, pero siempre que lo admitan los estatutos de la sociedad, dejando que la CONSOB establezca por medio de un reglamento las modalidades del ejercicio del voto y el desarrollo en la Junta (art. 127). Estas normas reglamentarias se encuentran –reformuladas– en la resolución de la CONSOB núm. 11971 de 14 de mayo de 1999, que aprueba el

⁴¹ *Cfr.*, CONSOB, adopción del reglamento de actuación del Decreto Legislativo de 24 de febrero de 1998, núm. 58, concerniente a la disciplina de los emitentes (*deliberación núm. 11520, 1 de julio 1998*) en *Gaceta Oficial de 17 de julio de 1998, núm. 165, suplemento ordinario*. Al respecto: PAGNONI, «Commento all'art.127». En *Texto Unico della intermediazione finanziaria*. Dir. Rabitti Bedogni, 1998. págs. 697 y ss.

reglamento sobre normas de actuación del TU, que dedica los artículos 139 a 143 ⁴² al régimen del voto por correspondencia, que se ha de tramitar por el depositario y mediante un formulario.

Análogas normas nos encontramos en la legislación belga que, sin embargo, han tenido poco éxito en la práctica. La misma constatación se realiza en Francia donde el voto por correspondencia es obligatorio. Tales experiencias negativas conducen a decir que el sistema de voto por correspondencia introduce un procedimiento demasiado complejo y de costes excesivos lo que provoca su insuficiencia. Aunque, cabe decir que en el Derecho francés el artículo 25 de la Ley de 3 de enero de 1983 en relación al desarrollo de la inversión y de protección del ahorro, establece el sistema de voto por correspondencia ⁴³ ejercitado tanto en la Junta ordinaria como extraordinaria; desarrollado mediante un módulo adjunto enviado a cada uno de los socios que lo solicite, mediante carta certificada o depositada en la sede social dentro de los 6 primeros días precedentes a la Junta. El formulario enviado debe consentir –entre otros extremos– al socio de expresar el propio voto positivo o negativo, o bien de abstenerse en relación a cada particular propuesta de deliberación. El socio debe, asimismo, ser explícitamente informado de las consecuencias de su abstención, esto es, que será considerado como un voto desfavorable a la deliberación concreta y particular.

Luego, en la legislación francesa ⁴⁴, con el fin de facilitar la participación de los accionistas en la vida de la sociedad, se modificó la Ley de sociedades y se estableció que todo socio podía votar por correspondencia, por medio de un formulario, cuyos detalles están regulados por Decreto, considerándose esta facultad como obligatoria para la sociedad, reputándose nulo cualquier pacto estatutario en contra (art. 161.1, introducido por la Ley núm. 83, de 3 de enero de 1983). Más recientemente, la Ley de reformas económicas de 15 de mayo de 2001 ha dado un nuevo paso dentro de la modernización de las Juntas generales. Así, se reputan presentes para el cálculo del quórum y de la mayoría los accionistas que participen en la Junta a través de videoconferencia o por los medios telemáticos que permitan su identificación dentro de las condiciones determinadas por decreto del Consejo de Estado (C. de c., L. 225-107 II). La Ley permite así la vía del voto electrónico, que era reclamado por las sociedades que poseen a un gran número de accionistas. Los accionistas que son convocados a una Junta pueden de este modo elegir entre una de las siguientes seis actitudes: asistir efectivamente a la junta (presencia física); votar por correspondencia (presencia intelectual); votar por teletransmisión (presencial virtual); hacerse representar (presencia mediante representante);

⁴² *Cfr.*, para mayor información: FAZUTTI, E. «La nomina dei sindaci nelle società quotate (e non)». Núm. 27.1. *Giur. Comm.*, enero-febrero, 2000, pág. 51: «El artículo 127 del TU y 140 y siguientes del nuevo Reglamento CONSOB de 14 de mayo de 1999, núm. 11971 disciplinan la posibilidad de votar por correspondencia. El reglamento dispone que el socio que pretenda votar por correspondencia debe estar lo suficientemente informado sobre las propuestas deliberativas (art. 140. 1) y pueda –si ya ha expresado el voto–, en caso de modificación o integración de la propuesta a valorar por la Junta, elegir entre la abstención, el voto contrario y la adhesión a la propuesta de voto expresada por el Consejo de administración o por cualquier otro accionista (art. 143, *in fine*)».

⁴³ *Vid.*, TRAISCI, F.P. «Riflessioni in tema di Diritto del socio all'informazione». *Op. cit.* págs. 516 a 519.

⁴⁴ Explica, a su vez, TAPIA HERMIDA, A.J. «Francia: nueva regulación del voto de los accionistas no residentes en sociedades cotizadas». Núm. 88. *RDBB*, octubre-diciembre, 2002, págs. 263 y 264: «Tiene especial interés el Decreto núm. 2002-803, de 3 de mayo de 2002, promulgado en Francia en aplicación de la Ley de 15 de mayo de 2001, sobre nuevas disposiciones aplicables al voto de los accionistas no residentes de las sociedades cotizadas francesas. Esta norma reglamentaria

.../...

enviar un poder en blanco (cuasi-absentismo); no hacer nada (absentismo). *L'avenir dira si le vote per correspondance et le vote par télétransmission sortiront les petits actionnaires de leur torpeur et feront trembler les dirigeants en place*⁴⁵. Sea como fuere, la realidad del voto por correspondencia, entendido en su sentido estricto del término, es un instituto que nace viciado⁴⁶ derivado de la lentitud del sistema postal, que representa el voto por correspondencia, ya que éste comporta el sistema de transporte de documentos escritos en papel; sin embargo, es verdad que el mismo ha de ser entendido en la actualidad en sentido más amplio al introducir el E-Mail como sistema que agiliza su desarrollo. Aquí, el concepto de correspondencia ha de concebirse en un sentido más amplio que aquél del sistema postal, ya que comprende también la comunicación telefónica, la videoconferencia⁴⁷,

.../...

trata de remediar la situación previa en la que los inversores no residentes –que detentan un porcentaje estimable de entre un 35 a un 40 por 100 de la capitalización bursátil francesa– no tenían una cuenta abierta de valores en Francia, sino que sus acciones estaban en manos de intermediarios que aparecían como accionistas aparentes y no participaban en las juntas generales. Esta situación dificultaba la identificación de los accionistas, la reunión del quórum constitutivo de las juntas, el control de las participaciones significativas, la prevención del blanqueo de dinero, etc. Para remediar la situación descrita, la Ley de 15 de mayo de 2001 primero y el Decreto núm. 2002-803 después adoptaron dos tipos de medidas dirigidas a clarificar el estatuto jurídico de los intermediarios y facilitar el ejercicio del derecho de voto por los accionistas no residentes. En el primer sentido, viendo que, en todas las plazas financieras relevantes, existen figuras tales como los "nominees", los "trustees" o los "custodios globales", se crea la figura del "intermediario inscrito" (*intermédiaire inscrit*) que no se corresponde exactamente con las figuras de mandatario, testaferro, depositario o representante, sino que se trata de un poseedor de los valores por cuenta de sus propietarios no residentes en Francia que actúa manejando cuentas colectivas o individuales y está obligado a declarar su condición desde la apertura de una "cuenta intermediaria" y declarar la identidad de los propietarios reales de las acciones a solicitud de la sociedad emisora.

⁴⁵ Según palabras de COZIAN, M. VIANDIER, A. DEBOISSY, F. *Droit des sociétés*. *Op. cit.*, págs. 300 y 301: «Hace tiempo que es evidente el absentismo de los accionistas dentro de las grandes sociedades. Es esto un insulto a la democracia que debe presidir su vida? Su funcionamiento en la práctica se desarrolla a través de los "poderes en blanco". Estos poderes están en manos de los administradores, que encuentran así un medio cómodo de auto-control. Ya la Ley de 3 de enero de 1983 disciplinó la posibilidad de emitir el voto por correspondencia (C. de c., art. Ley 225-107). Por su parte, el Decreto de 19 de enero de 1988, propuso un formulario tipo (se trata de un modelo y no es una forma imperativa). El uso de este formulario permite expresar sea un poder en blanco, sea un voto por correspondencia, sea una representación; el formulario debe ofrecer al accionariado la posibilidad de votar en un sentido favorable, desfavorable o incluso, de abstenerse; este formulario debe estar acompañado de un texto con una serie de resoluciones».

⁴⁶ FICO, Daniele. «Il Diritto di voto per corrispondenza». *Op. cit.*, pág. 643: «El instrumento del derecho de voto por correspondencia presenta costes de gestión particularmente elevados, relativos en particular modo en la distribución de un número considerable de copias de la documentación necesaria para ejercitar el derecho de voto (propuesta de deliberación y todo lo relativo a los argumentos a tratar). En consecuencia, el riesgo estriba en sostener diversos costes para favorecer una oportunidad que, como demuestra la práctica italiana, es escasamente utilizada por los accionistas». SOLDATI, Nicola. «La tutela dei soci». *Ibidem*, pág. 709: «Se ha sostenido que el socio, el cual decide enviar por correspondencia el propio voto, o bien lo ha delegado, decidiendo voluntariamente no participar en la Junta demuestra el propio desinterés por la discusión asamblearia, con la consecuencia que la voluntad expresa no podría ser cambiada en el debate asambleario. Si bien es cierto que un incremento del recurso a tal instrumento de voto podría transformar la Junta en un encuentro de pocos socios en la cual el Presidente tendría el cargo de registrar la determinación de los socios de manera expresa o bien de formar una voluntad no colegial, pero derivado de la suma de las singulares voluntades ya expresadas». PACIELLO, A. «Democrazia societaria e voto extrassembleario». *Op. cit.* pág. 39: «Appare scarsamente funzionale a soddisfare le esigenze del socio disorganizzato e pur anche quelle dell'azionista di minoranza». Por su parte, MARCHETTI, P.G. «Il Ruolo dell'Assemblea nel TUE nella Corporate Governance». En AA.VV. *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*. Padova: Cedam, 1999, pág. 19: «Il voto per corrispondenza rompe la connotazione classica del convivere in unum dei soci o dei loro rappresentanti».

⁴⁷ *Vid.*, OPPO, G. «Maggioranza e minoranze nella riforma delle società quotate». Núm. 2. *Rivista di Diritto Civile*, marzo-abril, 1999, pág. 234: «Merita dunque considerazione di sostituire al voto per corrispondenza altro meccanismo oggi adottabile per una partecipazione a distanza, ad esempio quello della videoconferenza». También en SPINDLER. «Internet und Corporate Governance- ein virtueller (T) Raum?- Zum Entwurf des NaStrag». Núm. 3. *ZGR*, 2000, págs. 420 y ss.

los sistemas informáticos⁴⁸, entre otros. Así, considerando este último extremo podemos hablar de una modalidad del derecho de voto necesitada de un mayor estímulo en orden a proteger y ser utilizado por la minoría⁴⁹. A la luz de todo lo expresado, parece conveniente observar que el voto por correspondencia entendido éste en sentido lato (utilización de las nuevas tecnologías de la información⁵⁰) viene a constituir una técnica que permitiría una mayor participación y concentración de las decisiones por parte de los pequeños accionistas dispersos dentro de la sociedad bursátil.

Así las cosas: la posibilidad del ejercicio del derecho de voto por medio de correspondencia, en cualquiera de sus posibilidades, y de modo particular a través del correo electrónico (que ha de tener una especial regulación), ha de representar una innovación de especial interés en el caso de las sociedades cotizadas. Aunque, esta posibilidad de enviar a las sociedades cotizadas por este medio comunicaciones por parte de los accionistas, y que tales comunicaciones queden registradas por parte de la sociedad, se ha de completar con determinadas garantías, cuales son la condición de accionista del socio y el número de acciones que posee, así como la autenticidad de la comunicación, que se ha de garantizar por medio de la firma electrónica (o sistema electrónico de autenticación)⁵¹.

2.2. El derecho de voto por delegación.

Hemos de iniciar este apartado señalando las palabras del «Informe Olivencia» sobre el Gobierno de las sociedades cotizadas⁵²: «Es una evidencia incontestable que la participación del capital flotante en la Junta general se canaliza en la gran mayoría de las ocasiones a través de las delegaciones de voto. Es también sabido que el protagonismo en la gestión de este proceso se reparte entre las entidades depositarias de las acciones y el propio equipo de gestión de la sociedad. De ahí surge una comprensible inquietud, que ha llevado a muchos a proponer medidas muy drásticas, tales como confiar la gestión del sistema de delegación de votos de las sociedades cotizadas a una instancia oficial o a un comité de accionistas (formado, por ejemplo, por los quince o veinte accionistas más importantes de la compañía, con un sistema de un voto por cabeza). La Comisión desconfía mucho de la utilidad y conveniencia de esta clase de medidas, que pueden burocratizar la gestión y ser fuente de nuevos conflictos».

⁴⁸ Cfr., SANTORO, V. «Profili della disciplina della tutela delle minoranze». En AA.VV. *Intermediari Finanziari mercati e società quotate*. Torino: G. Giapelli Editore, 1999, pág. 850.

⁴⁹ Opina ALONSO LEDESMA, Carmen. «El papel de la Junta general en el gobierno corporativo de las sociedades de capital». En AA.VV. *El Gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid: Marcial Pons, 1999, pág. 653: «La admisión de este sistema en nuestro ordenamiento tropezaría con el funcionamiento colegiado del órgano que exige el acto de la reunión, de regular constitución, y deliberación entre los asistentes con el objetivo de lograr la adopción de un acuerdo. Ello no impide que se pudiera instaurar un procedimiento colegial a distancia contando con las nuevas tecnologías de comunicación (teleconferencia o semejante). Si lo que caracteriza al *colegium* es la posibilidad de comunicación directa y no el hecho de la presencia física en un mismo lugar no debería haber reparos en admitir la celebración de la Junta por estos medios lo que fomentaría, posiblemente, la participación de numerosos accionistas que viven lejos del lugar de la reunión».

⁵⁰ CANDELARIO MACÍAS, I. «Apuntes sobre el derecho de voto electrónico en la sociedad bursátil». Núm. 53. *RCE*, octubre, 2004, págs. 39 a 74.

⁵¹ Vid., SÁNCHEZ CALERO, F. *La sociedad cotizada en Bolsa*. Op. cit., págs. 214 y 215.

⁵² Cfr., «Informe Olivencia sobre el Gobierno de las sociedades cotizadas». Núm. 769. *Información Comercial Española*, marzo, 1998, pág. 51.

En efecto, es cierto lo apuntado anteriormente ya que el mecanismo de delegación de votos en favor del Consejo de Administración, sin que haya una constancia clara de la voluntad ⁵³ de los accionistas representados, atribuye a éste una clara posición de control, y posibilita, igualmente, su perpetuación incontrolada como organismo gestor. Se hacen precisos, por tanto, mecanismos en virtud de los cuales el accionista informado pueda delegar su voto y controlar la actuación de quien actúa como representante, con la posibilidad de exigirle eventualmente responsabilidad ⁵⁴ por sus actos. La delegación del voto está estrechamente vinculada con el derecho de representación. El artículo 106 de la LSA permite que los accionistas puedan delegar su representación para asistir y votar en la Junta general en otra persona (salvo que los estatutos dispongan lo contrario no tiene por qué ser accionista). Dicha representación deberá conferirse por escrito y con carácter especial para cada Junta ⁵⁵.

Además a esta facultad genérica del accionista de hacerse representar en la Junta, el artículo 107 de la LSA ⁵⁶ reglamenta aquellas situaciones en las que los propios administradores, las entidades depositarias de los títulos, o las entidades encargadas del registro de anotaciones en cuenta, soliciten de los accionistas la representación para sí mismos o para otro, así como cualquier otra forma de solicitud pública de representación, exigiendo además de la constancia escrita y la designación especial para cada Junta, que el documento en que se conceda tal representación contenga o lleve anejo el orden del día, la solicitud de instrucciones para el ejercicio del derecho de voto, y la indicación del sentido en que votará el representante en caso de que no se impartan instrucciones concretas.

En el supuesto de que el accionista haya delegado su representación sin que el representante haya realizado una previa solicitud pública de representación a la que se refiere el artículo 107 de la LSA, la Ley únicamente exige que ésta se confiera por escrito y con carácter especial para cada Junta; no requiere por lo tanto que en el escrito de delegación, el accionista imparta instrucciones al representante sobre el sentido del voto, lo cual quiere decir que, en ausencia de tales instrucciones, el representante podrá votar según considere más conveniente para los intereses de su representado ⁵⁷. En este sentido, el artículo 1.719 del Código Civil dispone que, a falta de instrucciones del mandante, el mandatario hará todo lo que, según la naturaleza del negocio, haría un buen padre de familia. Esto supone que el representante podrá optar entre votar a favor o en contra, o incluso abstenerse en la deliberación sobre el ejercicio de la acción de responsabilidad. Por otra parte, en los supuestos

⁵³ Puntualiza, en este sentido, para el Derecho italiano: SOLDATI, Nicola. «La tutela dei soci». *Ibidem*, pág. 709: «No olvidemos que la voluntad del socio se forma en un momento anterior respecto a aquel de la Junta y fuera de ésta, con la consecuencia que con la difusión de estos instrumentos de voto la Junta cada vez viene a vaciarse de su primaria función de órgano deliberativo en cuyo interior se forma la voluntad colegial».

⁵⁴ Al respecto, FERNÁNDEZ PÉREZ, N. *La Protección Jurídica*. *Op. cit.* pág. 113.

⁵⁵ CALBACHO LOSADA, F. *El ejercicio de las acciones de responsabilidad contra los administradores de la sociedad anónima*. Valencia: Tirant lo Blanch, 1999, págs. 84, 85 y 86. OTERO LASTRES, J.M. «Notas sobre la Junta General de accionistas de la sociedad anónima». Tomo XXXII. *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, 1993, págs. 51 y ss.

⁵⁶ *Vid.*, SÁNCHEZ CALERO, F. *La sociedad cotizada en Bolsa*. *Op. cit.*, pág. 207.

⁵⁷ Según CALBACHO LOSADA, F. *El ejercicio de las acciones de responsabilidad*. *Op. cit.*, pág. 85: surge la cuestión de qué actitud debe adoptar el representante del accionista que asiste a la Junta por delegación de éste, y se produce una votación sobre la exigencia de responsabilidad o impugnación de acuerdos, entre otros; sin que el accionista representado haya previsto esta eventualidad y sin que le haya dado instrucciones concretas sobre el sentido, favorable o contrario al acuerdo de ejercitar la acción de responsabilidad, en que dicho representante debe votar.

en que haya mediado una solicitud pública de representación, la obligación de que en el documento en el que figure la delegación de facultades deban constar las instrucciones precisas para el ejercicio del derecho de voto, o al menos la indicación del sentido en que deba votar el representante sobre cada una de las propuestas del orden del día, tampoco soluciona el problema planteado porque, en caso de que la propuesta, por ejemplo, sobre el ejercicio de la acción de responsabilidad no conste en el orden del día, dicho representante tampoco dispondrá de las instrucciones necesarias sobre el sentido en que deberá votar dicha propuesta.

Aunque cabe interpretar según lo dicho que incluso en los casos más restrictivos de solicitud pública de representación, el representante tendrá libertad, dentro de lo que considere más favorable para los intereses de su mandante, para votar a favor o en contra, o abstenerse, sobre la propuesta de ejercitar la acción de responsabilidad contra los administradores o en cualquier otro tipo de decisión. Por otra parte, en aquellos supuestos en los que la propuesta de ejercitar la acción de responsabilidad se contenga en el orden del día, y el representante haya impartido instrucciones concretas sobre el sentido del voto, el representante podrá, no obstante, votar en sentido contrario a dichas instrucciones «cuando se presenten circunstancias ignoradas en el momento del envío de las instrucciones y se corra el riesgo de perjudicar los intereses del representado», debiendo informar en este supuesto inmediatamente al representado, véase en tal sentido el tenor literal del artículo 107.2 de la LSA. Si bien hay que apuntar que en estos supuestos se limitarían las consecuencias de cualquier incumplimiento a las relaciones internas entre el representante y el representado.

Conforme a lo dicho, el otorgamiento de esta delegación debe regularse de forma que faciliten de hecho la participación por este medio de los accionistas minoritarios en la Junta general y que, en su caso, puedan implicar una alternativa frente al grupo de control. En esta regulación de la solicitud de delegaciones de voto, como en general en la de esta materia, se ha de tener en cuenta necesariamente el sistema específico de la obligatoria «anotación en cuenta» de las acciones cotizadas en Bolsa, debiendo adquirir una posición central las entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores⁵⁸, a los efectos de facilitar la recogida de esas delegaciones. En cualquier caso, hay que destacar lo que dispone el artículo 405 de la Propuesta de Código, el ejercicio del derecho de voto por miembro del Consejo de administración que hubiera formulado solicitud pública de representación: «Si un miembro del consejo de administración hubiera formulado solicitud pública de representación, no podrá ejercitar el derecho de voto correspondiente a las acciones representadas en aquellos puntos del orden del día en los que se encuentre en conflicto de intereses y, en todo caso, en los siguientes asuntos: 1. La aprobación de la gestión social. 2. La reelección, la ratificación del nombramiento o el cese del propio solicitante. 3. El ejercicio de la acción social de responsabilidad contra el propio solicitante».

Un incentivo en el uso de la solicitud pública por parte de los accionistas y así permitir una mayor participación en la actividad social lo encontramos en el artículo 406 de la Propuesta al reglamentar los gastos de la solicitud pública de representación: «1. Los estatutos sociales podrán establecer que los gastos de la solicitud pública de representación sean reembolsables por la sociedad cuando concurren las dos siguientes circunstancias: 1.ª Cuando los votos emitidos por el represen-

⁵⁸ Para mayor información, véase a SÁNCHEZ CALERO, F. *La sociedad cotizada en Bolsa. Op. cit.*, pág. 210.

tante o, al menos, la mayor parte de ellos hubieran coincidido con el voto de la mayoría. 2.ª Cuando, como consecuencia de esa mayoría, se hubiera adoptado un acuerdo válido por la Junta general de accionistas. 2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá establecer un límite máximo de los gastos reemborsables».

Además, en esta materia hemos de considerar los nuevos avances tecnológicos que bien podrían aplicarse a la delegación de votos a los efectos de proteger a la minoría⁵⁹, aunque un sistema de voto electrónico exige la presencia de determinados mecanismos de control: la identidad del accionista, el número de las acciones por las cuáles participa el accionista en la votación, pero la cuestión quizá más compleja es si el mismo accionista puede expresar su propia decisión, por la parte que le corresponde de su propia acción, de manera electrónica y, por otra parte, a través de otro procedimiento, como es el voto por correspondencia o por delegación. El voto electrónico, exige además la firma electrónica. En el caso en el cual las acciones vienen depositadas en un Banco y registradas en una cuenta; la Banca estará obligada a confirmar la titularidad de la acción y la identidad del accionista: también en este caso deberá ser admisible, a tal fin, la firma electrónica de la banca. Extremos que también deben concurrir en la utilización del voto por correspondencia a través del correo electrónico tal y como hemos apuntado *ut supra*.

En el Derecho español, en el supuesto de la captación del voto⁶⁰ de los inversores institucionales, parece que debiera extenderse la práctica de remitirles la documentación –que en cada caso prevé la Ley– que deba hallarse a su disposición (arts. 144, 212.1 y 238 de la LSA) y cualquier otra adicional que fuere conveniente para una adecuada formación de la voluntad, pues sólo sobre la base de un voto informado los profesionales serán capaces de cumplir con su deber fiduciario de ejercer el voto en el sentido que dicta el interés de los beneficiarios de la inversión⁶¹.

Así, el instituto del voto por delegación se puede observar como medio de tutela de los pequeños accionistas⁶², si bien reconsiderado a la luz de su primera finalidad que es aquella de favorecer la

⁵⁹ WYMEERSCH, Eddy. «L'impacto della Information and Communication Technology su alcuni aspetti della disciplina e della prassi societarie». Núm. 6. *Rivista delle società*, 2001, págs. 1.412 y ss., espec., pág. 1.418: «La posibilidad de ejercer el voto a distancia es cada vez más necesaria, ya que no parece posible realizar formas de voto a distancia simultáneamente, el proceso decisional deberá ser radicalmente modificado, tanto más en relación al creciente número de pequeños accionistas dispersos geográficamente, de ahí el uso necesario también de medios electrónicos».

⁶⁰ Cfr., TRIAS SAGNIER, M. *Los inversores. Op. cit.*, pág. 336. GARRIDO, J.M.ª *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*. Bolonia: Publicaciones del Real Colegio de España, 2002, pág. 247: «Los inversores institucionales pueden tratar de captar el voto de los pequeños accionistas mediante la solicitud pública de representación. Sabido es que la reforma de la legislación de sociedades anónimas de 1989 incorporó el mecanismo de la solicitud pública de representación (art. 107 LSA)».

⁶¹ Según FERNÁNDEZ PÉREZ, N. *La Protección Jurídica. Op. cit.*, págs. 403 y 404: «El mejor modelo a tener en cuenta, en este sentido, es el del *proxy system* anglosajón, aplicable únicamente a las sociedades cotizadas, que institucionaliza un documento de delegación (*proxy statement*) a través del cual se proporciona al socio información suficiente sobre la sociedad y sobre el que solicita la delegación, el cual, a su vez, debe haber sido previamente depositado y revisado por la SEC. Evidentemente, su aplicación no está exenta de problemas, en la medida que las posibilidades para solicitar la delegación son más fáciles a los administradores, pero mejora sustancialmente nuestro régimen actual».

⁶² Opina ALONSO LEDESMA, Carmen. «El papel de la Junta». *Op. ult. cit.*, pág. 623: «Los problemas que subyacen a la delegación de votos, en la medida en que ésta constituye una técnica de control de la sociedad por los administradores y/o el

.../...

participación de todos los socios en la vida social⁶³ y, asimismo, la de permitir al accionista comitente de agregar en torno a sí las propuestas de voto de un amplio número de consensos. De modo y manera que aunque el paradigma de la apatía racional del inversor se encontraba absolutamente consolidado, se constata últimamente, al hilo de la intervención de determinados grupos de accionistas inversores con un importante peso específico (inversores institucionales⁶⁴) y del desarrollo de nuevos medios de comunicación como indicábamos, una cierta esperanza en las posibilidades de revitalizar el funcionamiento de las Juntas generales y, con ello, el derecho de voto. No es ésta, sin embargo, la línea que se ha seguido en nuestro país⁶⁵ que, más bien en las últimas reformas, parece desdeñar toda virtualidad de los mecanismos de activación de los socios y de la Junta. Sea como fuere, esta delegación de votos podría ser asumida por un sindicato de votos⁶⁶, dirigido éste a la organización de la minoría con vista a que actúe en el proceso de toma de decisiones, esto es, podría constituirse en la vía para agrupar accionistas inversores dispersos en aras a la consecución de un fin común: la defensa de sus intereses económicos-rentabilización de su aportación social. Aunque lo dicho no está exento de inconvenientes, tal y como señala FERNÁNDEZ PÉREZ⁶⁷: «Por un lado, están pensados únicamente como mecanismos para concentrar y aunar los votos de accionistas, cuando el principal problema con que éstos cuentan es el de la deficiente o compleja información que les llega y la indefensión en caso de conflicto con la sociedad. Es decir, las asociaciones deben cumplir con exigencias distintas a las del ejercicio unificado del voto; de otro modo, podrían solaparse asociaciones y sindicatos de forma totalmente innecesaria».

.../...

grupo minoritario de control que los sustenta. Y ello porque, aunque la llamada representación institucional fue concebida como un medio eficaz para superar la incapacidad funcional de la Junta ante la falta de asistencia de los accionistas-inversores, la acumulación de un elevado número de poderes de representación en los que no se hace expresa cuál es la voluntad del representado, confiere al representante una indudable posición de poder/control que puede ser ejercido en su propio beneficio».

Para el Derecho italiano, *cfr.*, SOLDATI, Nicola. «La tutela dei soci». *Ibidem*, pág. 711. Precisa, en cambio, COSTI, R. «Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società». *Riv. Dir. Comm. Internazionale*, 1998, pág. 80: Las reglas de transparencia y de corrección que el legislador impone, y que la CONSOB deberá analíticamente formular, deberán estar en grado de evitar cualquier peligro y de hacer de la delegación de voto un instrumento capaz de reforzar el papel de la minoría organizativa en el ámbito de la Junta de la sociedad». *Vid.*, también CAPPUGI, Luigi. «I profili economici e giuridici inerenti all'applicazione del riformato istituto del voto per delega». En AA.VV. *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*. Padova: Cedam, 1999, pág. 95: «La tutela de los accionistas minoritarios resulta potenciada a través del voto por delegación como instrumento de participación en la vida de la sociedad; de este modo se presenta como un aspecto prioritario respecto a la posible forma indirecta de tutela de los intereses de los accionistas, dada la facultad de vender los títulos que se poseen en el mercado».

⁶³ Según ALONSO LEDESMA, Carmen. «El papel de la Junta». *Op. cit.*, págs. 652 y 653: «Lo que se debería hacer es potenciar los requisitos y garantías que rodean al mecanismo de delegación de votos, puesto que es por esta vía como se llega a la adopción de los acuerdos».

⁶⁴ Ahora bien, cabe advertir y ser conscientes como lo realiza GARRIDO, J.M.⁹ «La distribución y el control del poder». *Op. cit.*, pág. 27: «La idea de los inversores institucionales como adalides de un supuesto retorno a la "democracia accionarial" parece estar lejos de la realidad, y justamente la consideración de las situaciones de hecho en las que se desenvuelven los inversores institucionales tiene que conducir a una evaluación más modesta de las posibilidades que ofrecen».

⁶⁵ Así, RECALDE CASTELLS, A. «Organización y "buen gobierno" de las sociedades anónimas cotizadas». *Op. cit.*, pág. 97.

⁶⁶ *Cfr.*, FERNÁNDEZ PÉREZ, Nuria. «Nuevas Tendencias en materia de publicidad en los mercados de valores». Núm. 2. *RdS*, 2000, págs. 90 y 91. GIRÓN TENA, J. *Derecho de sociedades*. Madrid, 1976, pág. 313. VICENT CHULIÁ, Fco. «Licitud, eficacia y organización de los sindicatos de votos», en AA.VV. *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en Homenaje a José Girón Tena*. Madrid: Civitas, 1991, págs. 1.229 y ss.

⁶⁷ Según FERNÁNDEZ PÉREZ, N. *La Protección Jurídica*. *Op. cit.*, pág. 453.

Nuestra legislación societaria carece de una norma que discipline los sindicatos de voto ⁶⁸, aun cuando se pueden encontrar referencias indirectas en la Ley de sociedades anónimas, el Código de comercio y la Ley del Mercado de Valores. En la primera el artículo 7 dispone la inoponibilidad a la sociedad de los pactos que se mantengan reservados entre los socios. También, el artículo 105.3 de la LSA se refiere a la licitud de la agrupación de acciones para el ejercicio de los derechos de asistencia y voto en la Junta, así como el artículo 137, en el que se alude a esa agrupación para proceder al nombramiento por el sistema proporcional de los miembros del Consejo de Administración. Por su parte, la Ley del Mercado de Valores, al mencionar a los grupos en su artículo 4, indica entre los criterios determinantes de la pertenencia a un grupo, la obtención por parte de la sociedad dominante de la mayoría de los derechos de voto en la sociedad dominada o el derecho al nombramiento o destitución de la mayoría de los miembros de los órganos de gobierno de esta última, a través de la celebración de acuerdos con otros socios de la sociedad dominada.

Finalmente, en materia de grupos, el artículo 42 c) del Código de Comercio, al aludir a la obligación de elaborar cuentas consolidadas, extiende esta obligación a quien, en virtud de los acuerdos celebrados con otros socios, pueda disponer de la mayoría de los derechos de voto.

En la actualidad, a este elenco de disposiciones, se une en la nueva redacción dada al artículo 2 del Real Decreto de 15 de marzo de 1991, sobre participaciones significativas, la equiparación a la adquisición de acciones de los sindicatos de voto, que a estos efectos se definen como *la celebración de acuerdos o convenios con otros accionistas en virtud de los cuales las partes queden obligadas a adoptar, mediante un ejercicio concertado de los derechos de voto de que dispongan, una política común duradera en lo que se refiere a la gestión de la sociedad*.

Así las cosas, hay que apuntar que en el contexto de las sociedades cotizadas se disciplina y se impone un deber de comunicación a la CNMV en el caso de celebración de un sindicato de voto en las sociedades cotizadas, cuando por el volumen de capital que representen las acciones sindicadas, alcance el umbral de una participación significativa.

Cuando nos hallamos ante sociedades cotizadas, en las que como es sabido, existen unos rigurosos deberes de transparencia por cuyo cumplimiento vela la CNMV. Respecto a este tipo de sociedades, ya se había señalado la *dudosa compatibilidad* ⁶⁹ de los pactos de sindicación con el principio de *full disclosure* que inspira nuestra legislación del mercado de valores, en el que la información se considera un «input» prioritario de la protección del inversor y del buen funcionamiento del mercado de valores, objetivos ambos recogidos en el artículo 13 de la Ley del Mercado de Valores. Sociedades en las que, por otra parte, ha sido práctica habitual, incluso podría decirse positiva, la celebración de este tipo de acuerdos dirigidos a asegurar la estabilidad y buen funcionamiento de la sociedad ⁷⁰.

⁶⁸ Cfr., FERNÁNDEZ PÉREZ, Nuria. «Nuevas Tendencias». *Op. cit.* pág. 95.

⁶⁹ Véase, ROSSI, G. «Le diverse prospettive dei sindacati azionari nelle società quotate e in quelle non quotate». *Riv. Soc.*, 1991, págs. 1.366-1.367, que de forma evidente y clara no duda en opinar que en las sociedades cotizadas estos pactos atentan contra un principio fundamental como es el de la tutela del público inversor.

⁷⁰ FERNÁNDEZ PÉREZ, Nuria. «Nuevas Tendencias». *Op. ult. cit.* pág. 94: «La exigencia de una transparencia completa en relación con la información societaria de la sociedad cotizada, habida cuenta que la misma se traduce en mayor trans-
.../...

En este contexto, debemos situar el establecimiento del deber impuesto a las sociedades cotizadas de comunicar la existencia del sindicato de voto a la CNMV, que marca el culmen de la evolución experimentada por este instituto. De ahí que cada vez con mayor frecuencia se adopten medidas encaminadas a dar publicidad a los pactos parasociales ⁷¹.

En efecto, en esta materia habrá que estar a la *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles. Comisión General de Codificación*, Título II del Libro III, artículos 371 a 375, en concreto, en su artículo 371, que es el dedicado a reglamentar la publicidad de los pactos parasociales, se prescribe que «1. La existencia de un pacto parasocial, que tenga por objeto el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o especiales o que restrinja o condicione la libre transmisibilidad de las acciones o de las obligaciones convertibles o canjeables por acciones, habrá de ser comunicada a la propia sociedad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores acompañando copia del documento en el que conste. Una vez efectuadas estas comunicaciones, el documento en el que conste el pacto parasocial deberá ser depositado en el Registro Mercantil en el que la sociedad esté inscrita. 2. Cualquiera de los firmantes del pacto parasocial estará legitimado para realizar las comunicaciones y el depósito a que se refiere el apartado anterior, incluso aunque el propio acto prevea su realización por alguno de ellos o por un tercero...». En este marco de actuación se viene a reglamentar recientemente de manera detallada la publicidad y el reconocimiento de los pactos parasociales y de otros pactos según el artículo 112 de la Ley del Mercado de Valores, introducido por Ley 26/2003. A saber, «1. A los efectos de lo dispuesto en el presente título se entienden por pactos parasociales aquellos pactos que incluyan la regulación del ejercicio del derecho de voto en la juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas cotizadas. Lo dispuesto en este artículo respecto de los pactos parasociales se aplicará también a los supuestos de pactos que con el mismo objeto se refieran a obligaciones convertibles o canjeables emitidas por una sociedad anónima cotizada. 2. La celebración, prórroga o modificación de un pacto parasocial que tenga por objeto el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinja o condicione la libre transmisibilidad de las acciones o de obligaciones convertibles o canjeables en las sociedades anónimas cotizadas habrá de ser comunicada con carácter inmediato a la propia sociedad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, acompañando copia de las cláusulas del documento en el que conste, que afecten al derecho de voto o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones o de las obligaciones convertibles o canjeables. Una vez efectuadas estas comunicaciones, el documento en el que conste el pacto parasocial deberá ser depositado en el Registro Mercantil en el que

.../...

parencia del mercado, uno de los objetivos fundamentales de la normativa del mercado de valores; de otro, conseguir un punto de equilibrio entre estabilidad y control de la movilidad de la estructura accionarial de la sociedad cotizada... la circunstancia que determina el deber de dar publicidad al pacto, no es la de aflorar con carácter general los acuerdos celebrados entre los accionistas, máxime en nuestro país en el que únicamente son objeto de publicación los sindicatos de voto, sino la de informar que en virtud de esos acuerdos se ha alcanzado una participación significativa. Nos encontramos ante un claro ejemplo de cómo las exigencias de un mercado transparente se van imponiendo a las propias de la autonomía negocial, y de cómo las sociedades cotizadas resultan ser el principal exponente de la frontera común existente entre el Derecho de sociedades y el Derecho del Mercado de Valores».

⁷¹ En el ordenamiento francés, en virtud del artículo 356 de la Ley de 24 de julio de 1966, los pactos concluidos entre accionistas de una sociedad cotizada, que impliquen condiciones preferentes en la cesión o adquisición de acciones, deben ser comunicados a la COB para que asegure su publicidad. Para más información: DAIGRE, J.J. y SENTILLES-DUPONT, M. *Pactes d'actionnaires*. París: Gin Joly, 199, págs. 15-16.

la sociedad esté inscrita. El pacto parasocial deberá publicarse como hecho relevante. En tanto no tenga lugar las comunicaciones, el depósito y la publicación como hecho relevante, el pacto parasocial no producirá efecto alguno en cuanto a los referidos materiales, sin perjuicio de la restante normativa aplicable. 3. Cualquiera de los firmantes del pacto parasocial estará legitimado para realizar las comunicaciones y el depósito a los que se refiere el apartado anterior, incluso aunque el propio pacto prevea su realización por alguno de ellos o un tercero. En casos de usufructo y prenda de acciones, la legitimación corresponderá a quien tenga el derecho de voto. 4. Lo dispuesto en los apartados anteriores será de aplicación a los pactos parasociales entre socios o miembros de una entidad que ejerza el control sobre una sociedad cotizada. 5. A solicitud de los interesados, cuando la publicidad pueda ocasionar un grave daño a la sociedad, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá acordar, motivando su resolución, que no se dé publicidad alguna a un pacto parasocial que le haya sido comunicado, o a parte de él, y dispensar de la comunicación de dicho pacto a la propia sociedad, del depósito en el Registro Mercantil del documento en que conste y de la publicación como hecho relevante, determinado el tiempo en que puede mantenerse en secreto entre los interesados».

También, en la Propuesta de Código se contempla en similares términos la falta de publicidad de los pactos parasociales en el artículo 372, «en tanto no tengan lugar las comunicaciones y el depósito a que se refiere el artículo anterior, el pacto parasocial no producirá efecto alguno entre quienes lo hubieran estipulado y cualquiera de los firmantes podrá desligarse del pacto sin que le produzca perjuicio, comunicándolo por escrito a los demás». Se recoge, además, una dispensa temporal del deber de publicidad en el artículo 375: «1. A solicitud de los interesados, cuando la publicidad pueda ocasionar un grave daño a la sociedad, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá acordar que no se dé publicidad alguna a un pacto social que le haya sido comunicado, o a parte de él, y dispensar de la comunicación de dicho pacto a la propia sociedad y del depósito en el Registro mercantil del documento en el que conste. 2. El acuerdo determinará concretamente el tiempo en que el pacto parasocial pueda mantenerse en secreto entre los interesados».

Se prescribe la duración de los pactos parasociales, en el artículo 373: «1. Si se estipulara por tiempo determinado, el pacto parasocial entre accionistas de sociedades cotizadas no podrá tener una duración superior a tres años a contar desde la fecha de estipulación del pacto. Si se hubiera estipulado con una duración superior, se considerarán a todos los efectos reducido al máximo legal permitido. 2. Si el pacto parasocial estipulado por tiempo determinado contuviera alguna previsión sobre prórroga de su vigencia, se tendrá por no puesta... 3. Si se estipulara por tiempo indeterminado, cualquier accionista sindicado podrá denunciar el pacto en cualquier momento con un preaviso de seis meses. 4. En caso de oferta pública de adquisición de acciones, la denuncia del pacto por tiempo indeterminado por cualquiera de los accionistas que lo hubieran estipulado no requerirá preaviso alguno...».

Igualmente, se viene a disciplinar los pactos parasociales en los supuestos de grupos de empresas, así el artículo 374 reglamenta los pactos parasociales entre los socios de la sociedad que ejercite el poder de dirección sobre una sociedad cotizada. Destacar el hecho de que «el depósito del pacto parasocial deberá efectuarse en el Registro Mercantil en que esté inscrita la sociedad que ejercite el poder de dirección y en el Registro Mercantil de la sociedad dominada. 2. Las acciones o participaciones sociales pertenecientes a los socios sindicados de la sociedad que ejercite el poder de direc-

ción sobre otra cotizada que haya incumplido los deberes de comunicación y de depósito... tendrán en suspenso el derecho de voto en las juntas de accionistas de la sociedad dominada. Si las acciones o las participaciones sociales pertenecientes a los socios sindicados permitieran a éstos ejercer el poder de dirección sobre la sociedad dominante, las acciones pertenecientes, por sí o por persona interpuesta, a esa sociedad también tendrán en suspenso el derecho de voto en las juntas de accionistas de la sociedad dominada». Lo dicho es más que un avance para que se reconozcan en un futuro los pactos parasociales vinculados a los derechos políticos del accionista/inversor.

En esta misma línea de actuación, hemos de precisar que en Italia, incluso con mayor amplitud, se dispone la obligación de comunicar la existencia del sindicato, del contenido de los acuerdos y la identificación de los contratantes ⁷². Publicidad que se consigue a través de un Registro administrativo cuya gestión corresponde a la autoridad de supervisión bursátil, la CNMV en España, COB ⁷³ en Francia, CONSOB en Italia ⁷⁴, etc. Dentro del ámbito del Derecho comparado en regulaciones como la italiana ⁷⁵ se ha disciplinado la variante del derecho al voto representada, precisamente, por el voto por delegación, previsto en el TU, sección III (delegación de votos: arts. 136 a 144) ⁷⁶, en la cual se viene a regular la solicitud (art. 138) y los sujetos habilitados para su recogida (art. 140). En este sentido, se viene a indicar que es imprescindible delinear de manera clara la materia que es objeto del orden del día por la cual se solicita la delegación con la relativa propuesta de voto ⁷⁷. Dado lo «delicado» e importante de esta fase, se ha previsto que las operaciones de control vengan efectuadas por la CONSOB. Desde el punto de vista subjetivo la solicitud requiere específicos requisitos en relación con el accionista comitente, sea por cuanto se refiere a la cuota de participación que ostenta (al menos el 1% del capital social representado con acciones

⁷² FERNÁNDEZ PÉREZ, N. «Nuevas Tendencias». *Op. cit.*, pág. 93.

⁷³ *Id.*, en <http://www.cob.fr>.

⁷⁴ Véase en el Derecho comparado: ROSSI, G. «Le diverse prospettive». *Op. cit.*, págs. 1.366-1.367. DAIGRE, J.J. y SENTILLES-DUPONT, M. *Pactes d'actionnaires. Op. ult. cit.*, págs. 15-16.

⁷⁵ En líneas generales apunta GATTI, S. «La nuova disciplina italiana della rappresentanza del socio nell'assemblea delle società per azioni quotate in borsa». En *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*. 3.ª Vol. Madrid: McGraw-Hill, 2002. págs. 2.755 y 2.756: «El legislador individualiza la figura del comitente, que constituye el sujeto que promueve la solicitud demandando el consenso sobre específicas propuestas de voto, y aquella del intermediario, que efectúa concretamente la solicitud por cuenta del primero (art. 136 del TU). Están habilitados para solicitar la representación las empresas de inversión, la banca, la sociedad de gestión del ahorro, la SICAV y la sociedad de capital que tenga por objeto exclusivo este tipo de actividad (art. 140 del TU). Desde una perspectiva de mayor transparencia en la sociedad, con buen sentido el texto único impone al intermediario, en el momento de la solicitud de la delegación, precisas obligaciones de informar adecuadamente a los socios, para con ello dar sus consentimientos del modo más consciente posible».

⁷⁶ La delegación del voto es visto ahora por el legislador italiano como un instrumento *per se* fundamentalmente neutro, destinado a activar a los socios en su participación en la vida social. Para garantizar un correcto funcionamiento del instituto, el texto único ha introducido normas que tutelan la transparencia sobre las propuestas y sobre los comportamientos del comitente y de los intermediarios; ha confiado a la CONSOB un relativo poder de reglamentar y de control; ha permitido la recogida de la delegación de votos a través de asociaciones habilitadas para el ejercicio de esta actividad. Otro elemento de gran valor innovativo está constituido por el artículo 137 del TU, que abre la puerta al nuevo régimen de la delegación del voto dejada en manos de los accionistas dependientes, previendo que los estatutos puedan incorporar disposiciones dirigidas a facilitar la recogida de la delegación en su clase y categoría de accionistas. Para más información, véase: GATTI, S. «La nuova disciplina italiana». *Op. ult. cit.*, págs. 2.758 y ss.

⁷⁷ Dice CAPPUGI, Luigi. «I profili economici e giuridici inerenti». *Op. ult. cit.*, pág. 98: «La delegación podrá ser conferida sólo para algunas propuestas de voto indicadas en el módulo de la delegación... (art.142)».

de derecho de voto) ⁷⁸; también se atiende de este modo a la fecha de inscripción en el libro de socios, que debe ser precedente a seis meses respecto a la fecha de la solicitud de la delegación. En los casos en los que la sociedad esté fuertemente capitalizada o con un accionariado particularmente difuso la CONSOB puede establecer porcentajes de capital inferior.

El artículo 136 del TU delimita la solicitud de delegación del voto. Los sujetos legitimados ⁷⁹, por tanto, son las empresas de inversión, la banca, las sociedades de gestión del ahorro, la SICAV y las sociedades que tienen por objeto exclusivo la actividad de solicitar y representar a los socios en la Junta. Luego, es comitente según la Ley, el accionista –persona física o sujeto jurídico, como por ejemplo un fondo común de inversión o un fondo de pensiones– el cual posee una participación en acciones con derecho de voto en la asamblea, al menos en posesión de un 1% del capital social y resulte inscrito con al menos seis meses en el libro de socios. Se viene a constituir de este modo como presupuesto necesario el requisito de la estabilidad de la participación dispuesto para evitar el riesgo de operaciones «poco serias».

Considérese, además, que la delegación de votos puede realizarse mediante una *associazione di azionisti* ⁸⁰, siempre que ésta comprenda al menos cincuenta personas físicas que posean cada una de ellas un porcentaje no superior al 0,5% del capital (art. 141, apdo. 1). Es de subrayar que la asociación de accionistas puede componerse de accionistas de diversas sociedades; siempre y cuando tal asociación comprenda –como se apuntaba– al menos cincuenta pequeños accionistas de la sociedad respecto a la cual se entiende dada la delegación de votos.

En lo que hace al Derecho francés ⁸¹ sobre esta materia, cabe señalar que el artículo 161 de la Ley de 1966 introduce la posibilidad de que el socio pueda ejercitar el propio derecho de voto mediante otro accionista, sea persona física o jurídica o mediante su cónyuge o de otro socio, considerándose como no escrita toda cláusula estatutaria en sentido contrario. El artículo 161, apartado 2, prevé la nulidad de toda cláusula estatutaria que imponga límites al número de delegaciones conferidas a cada socio de manera particular, pero declara lícitas las cláusulas de limitación del número de votos que cada socio, de mane-

⁷⁸ Apunta COSTI, R. «Il governo delle società quotate». *Op. cit.*, pág. 79: «Se reconoce la posibilidad de que uno o más socios que poseen al menos el 1% del capital social, promuevan la recogida de las delegaciones mediante la participación de un intermediario, o sea, una banca, una empresa de inversión o una sociedad de gestión del ahorro o una sociedad específicamente constituida para el desarrollo de esta actividad, a la cual se le viene a confiar, en vía exclusiva, el ejercicio de los derechos de voto para los cuales ha estado lanzada la delegación».

⁷⁹ Más información en CAPPUGLI, Luigi. «I profili economici e giuridici». *Op. cit.*, pág. 96 y ss.

⁸⁰ Al respecto MINERVINI, G. «Il sistema delle deleghe commento all'art. 136 TUIF». T.II. En *Scritti in onore di A. PAVONE LA ROSA*. Milano: Giuffrè editore, 1999, pág. 780. En opinión de PACIELLO, A. «Democrazia societaria e voto extrassembleario». *Op. cit.*, pág. 46: «La individualización del grado de discrecionalidad o de simple autonomía del representante será un núcleo fundamental para resolver muchos de los problemas relativos al voto por delegación y en particular para comprender si existe el poder delegado de votar sobre todas aquellas cuestiones complementarias a la materia sobre las cuales ha sido recibida la delegación de voto que, no siendo explícitamente delimitado, resulta oportuno tratar en el curso de la labor asamblearia».

⁸¹ Véase, TRASCI, F.P. «Riflessioni in tema di Diritto del socio». *Op. cit.*, pág. 515: «El Decreto de 13 de abril de 1986 ha introducido modificaciones en torno a la delegación en cuanto ésta debe contener las siguientes previsiones: el orden del día de la Junta; el texto de las deliberaciones sometidas a votación; una relación sobre la situación del ejercicio contable en curso unido a un cuadro que contenga de manera explicativa el desarrollo de los resultados relativos a los últimos cinco ejercicios; y finalmente la advertencia que está presente entre los derechos del accionista aquel de solicitar toda la ulterior información que se retenga oportuna, mediante el módulo que normalmente se adjunta».

ra particular, pueda ejercitar en el curso de cada singular votación. Se dispone así por parte del legislador el garantizar que el consenso o autorización de la delegación sea válido sólo donde el accionista esté perfectamente informado sobre el valor general y sobre la específica autorización que se ofrece.

3. A MODO DE CONCLUSIÓN: CONSIDERACIONES FINALES

Nadie duda según lo dicho hasta aquí de la importancia que posee el derecho de voto como derecho de participación en la gestión de la sociedad. Y como éste, unido al «deterioro» de la Junta ha venido a perder también su papel. Buscándose así otras alternativas que hicieran factibles este derecho en aquellas sociedades masificadas y abiertas a múltiples accionistas.

El derecho de voto por correspondencia y por delegación⁸² constituyen variantes del clásico derecho de voto en adecuación a las necesidades de las sociedades cotizadas⁸³. Estas variantes del ejercicio del derecho al voto se adaptan bien a su utilización por parte de la minoría accionarial, aunque esto no signifique que a esta última se le garantice con mecanismos de tutela eficiente su ejercicio del derecho al voto. Precisamente, aquí es donde se presentan las insuficiencias del sistema, esto es, en no contemplar instrumentos adecuados que garanticen el éxito del derecho al voto por parte de la minoría por algunos de los inconvenientes ya comentados. Presentándose de este modo la necesidad de sindicación de acciones⁸⁴, en particular, sindicatos de minoría, que son aquellos contratos por los que varios accionistas, ya sean personas físicas o personas jurídicas, se comprometen a no ejercitar su derecho de voto o a ejercitarlo en la Junta general de accionistas, bien por sí, bien por medio de representante, con la finalidad de defenderse frente a los grupos de accionistas mayoritarios o de ejercer una influencia relativamente estable y coherente y que, por tanto, deba ser tenida en cuenta en todo momento por aquéllos. De ahí que los sindicatos de minoría sean conocidos también como sindicatos de defensa⁸⁵. La idea de que el sindicato de voto se convierta en la fórmula para la tutela de los accionistas minoritarios

⁸² Véase para el Derecho alemán el artículo 128 *AktG*. FICO, Daniele, «Il Diritto di voto per corrispondenza nelle società quotate». *Op. cit.*, pág. 642: «Voto por correspondencia y voto por delegación constituyen, en práctica, no sólo instrumentos dirigidos a asegurar el correcto funcionamiento del órgano asambleario, consintiendo la posibilidad de llegar al quórum solicitado para ejercer la actividad deliberativa en la Junta, si bien esta posibilidad se ofrece a aquellos accionistas que no quieren o no pueden intervenir directamente en el consentimiento que determina la voluntad social. Ambos institutos pueden, por tanto, potenciar la posibilidad de que el accionista participe en la vida de la sociedad y por ello constituye un *fattore di efficienza funzionale dell'organismo societario*».

⁸³ RECALDE CASTELLS, A. «Organización y "buen gobierno" de las sociedades anónimas cotizadas». *Op. cit.*, pág. 95: «Propuestas de revitalización de la Junta, que se preocupan por facilitar la asistencia a ellas de los accionistas y el ejercicio del derecho de voto, presuponen la atribución a los accionistas de un poder de voto proporcional a su participación en el capital. Y ello no sólo desde la perspectiva más realista, desde la virtualidad del derecho de voto del accionista en el marco de las operaciones de adquisición del control de sociedades».

⁸⁴ Apunta GARRIDO, J.M.³ *La distribución y el control del poder*. *Op. cit.*, pág. 246: «La sindicación de acciones constituye una técnica aparentemente idónea para superar el problema de la dispersión y escasa entidad de las participaciones accionariales que los inversores institucionales ostentan en las grandes sociedades cotizadas. Aprovechando esa técnica jurídica, un grupo de inversores institucionales podría constituir un sindicato de voto para contar con una mayor influencia en la sociedad de que se trate». También, MAMBRILLA RIVERA, V. «Caracterización jurídica de los convenios de voto entre accionistas». *RDM*, 1986, págs. 301 y ss.

⁸⁵ Así, PÉREZ MORIONES, A. «Los sindicatos de voto». *Op. cit.* págs. 77 a 79, anota como ejemplo las tres agrupaciones de pequeños accionistas de *GRAN TIBIDABO*, entre ellas *Cartera GT*, para cuya constitución se solicitó a los accionistas

.../...

a través de su participación en Junta encuentra su plena justificación en las sociedades cotizadas, que son aquellas que presentan fenómenos de dispersión accionarial, aunque no está exento de obstáculos. Si seguimos los ejemplos del Ordenamiento francés e italiano, esta función de defensa accionarial se reconduce a una figura distinta de la del sindicato de voto, esto es, por la de las asociaciones de accionistas⁸⁶ (agrupaciones de acciones) y sindicatos de defensa. Con todo, subrayese el hecho de que cuando se trata de una minoría cohesionada y organizada, la relación entre tutela de la minoría y pacto parasocial⁸⁷ es directa, dado que aquélla es la protagonista y único sujeto activo del acuerdo; se trataría entonces de una forma de autotutela para la defensa de los propios intereses de los intervinientes en el pacto. En el mismo sentido, cabe considerar a los sindicatos de defensa un instrumento apto para la tutela de los intereses de los socios minoritarios⁸⁸. En cualquier caso, cabe advertir aquí que en nuestra legislación la constitución de sindicatos de voto ha dado siempre lugar a importantes controversias tanto en el ámbito jurisprudencial como en el doctrinal. Tradicionalmente, en lo que podemos denominar una primera etapa en la evolución de esta figura, se partía de la idea de que estos acuerdos de sindicación vulneraban principios básicos del Derecho de sociedades: de un lado, el carácter inalienable del derecho de voto y su falta de negociabilidad y, de otro, el carácter democrático en la formación de la voluntad en la Junta. En este sentido, se consideraba que la Junta era el cauce necesario para la adopción de los acuerdos sociales, de modo que la existencia de acuerdos previos daba lugar a mayorías artificiales. La posibilidad recogida en la propia Ley de sociedades anónimas de agrupar el voto, o incluso la delegación del mismo recogida en su artículo 107 de la LSA, permite dudar sobre la espontanei-

.../...

interesados una provisión de fondos de cuatro pesetas por acción, con un mínimo de diez mil pesetas por accionista, a fin de disponer del capital social necesario para la formación de aquélla. Sigue precisando la autora lo que sigue: «No podemos confundir los sindicatos de minoría o de defensa –*syndicats de défense d'actionnaires*– con los supuestos que la doctrina francesa denomina sindicatos de Bolsa o sindicatos de resistencia –*syndicats de Bourse* o *syndicats de résistance*– y sindicatos de emisión –*syndicats d'émission*–. Mientras que los sindicatos de defensa se dirigen a restituir al voto la inteligencia y la eficacia que ha perdido como consecuencia de la dispersión de los accionistas y son válidos y continúan produciendo sus efectos en la medida en que persigan la defensa de los intereses colectivos de sus miembros a través de medidas apropiadas, como son circulares o acciones judiciales, los sindicatos de Bolsa concentran sus esfuerzos en mantener la cotización de las acciones de la sociedad en Bolsa, evitando que aquélla caiga. Por último, los sindicatos de emisión se constituyen generalmente entre banqueros, que suscriben los títulos de una sociedad con el fin de colocarlos posteriormente entre el público por un precio superior».

⁸⁶ Según SÁNCHEZ CALERO, F. *La sociedad cotizada en Bolsa. Op. cit.*, pág. 218: «El régimen de las asociaciones de accionistas ha de tender a que el accionariado disperso de las sociedades cotizadas pueda actuar de modo conjunto en el seno de la sociedad, tratando de incentivar su interés por la marcha de la sociedad; interés que de modo aislado, por su ineficacia resulta irrelevante para el socio».

⁸⁷ Téngase presente, no obstante, la diferencia entre asociación y pacto parasocial tal y como expresa el Prof. SÁNCHEZ CALERO, F. *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*. Madrid: Real Academia de Legislación y Jurisprudencia, 2001. Discurso leído el día 26 de marzo de 2001, en el Acto de su recepción como Académico de número, págs. 221 y 222: «Necesidad de un tratamiento no coincidente se encuentra en tanto en cuanto tenga una función en el seno de la sociedad diferente, pues no debe someterse el mismo régimen a instituciones de estructura semejante, pero con funciones diversas. Porque los pactos parasociales, cuando sean sindicatos de accionistas tienden a organizar la mayoría de la sociedad con la finalidad de garantizar el ejercicio y la estabilidad de la gestión social, mientras que las asociaciones de accionistas tienden a organizar la minoría con la finalidad de controlar esa gestión social; esta diversa función debe llegar, a nuestro juicio, como ha acontecido en otros ordenamientos a una cierta separación en su normativa, aun cuando... parece oportuno que tanto las asociaciones de accionistas como los pactos parasociales estén sometidos a un deber de publicidad, de modo que deberán cumplir determinadas formalidades para su constitución, exigiéndose que se constituyan mediante escritura pública en la que consten los accionistas que formen parte de ella, las normas sobre su constitución y funcionamiento, así como la inscripción de esa escritura en el Registro Mercantil y en la CNMV».

⁸⁸ Así, FERNÁNDEZ PÉREZ, Nuria. «Nuevas Tendencias». *Op. cit.*, pág. 99. Para el Derecho alemán: HOPT, K.J. «Familien- und Aktienpools unter dem Wertpapierhandelsgesetz». Núm. 1. *ZGR*, 1997, págs. 4 y ss.

dad en el proceso de formación del voto. Además, se ha puesto igualmente de manifiesto los posibles riesgos de abuso de la mayoría o de la minoría que pueden entrañar estos pactos ⁸⁹, al poder alcanzar de forma indirecta resultados contrarios a la Ley, en particular, una desnaturalización del tipo Sociedad Anónima. Finalmente, la dificultad para asegurar el cumplimiento de los mismos, así como el problema de su duración han resultado ser una constante en la problemática jurídica de estos pactos ⁹⁰.

Cierto es, no obstante, que se ha avanzado sobre esta materia en cuanto que la existencia de estos sindicatos de voto –ahora– quedarán registrados ⁹¹, como si de una adquisición de acciones –que ha superado el umbral exigido legalmente– se tratara en el Registro de participaciones significativas ⁹². Registro que se creó con la finalidad de dar a conocer la composición del accionariado de la sociedad cotizada, quebrándose de esta suerte el tradicional anonimato imperante en la sociedad anónima. Para cumplir con este objetivo, no basta con la mera comunicación de la existencia del sindicato, sino que hay que identificar a las personas físicas o jurídicas con las que el titular haya celebrado el acuerdo o convenio, señalando además la participación concreta de cada interviniente y demás elementos esenciales del mismo.

La comunicación acerca de la existencia del sindicato de voto únicamente es preceptiva cuando las acciones sindicadas, que a estos efectos se equiparan a una adquisición, constituyan una participación significativa. Por tal, entiende el Real Decreto sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias, en su artículo primero (art. 1): «Las adquisiciones o transmisiones de acciones de sociedades cotizadas que determinen que el porcentaje de capital que quede en poder del adquirente alcance el 5 por 100 o sus sucesivos múltiplos».

⁸⁹ Al respecto, HABERSACK, M. «Grenzen der Mehrreiherrschaft in Stimmrechtskonsortien». Núm. 164. *ZHR*, 2000, págs. 1 y ss. FERNÁNDEZ DE LA GANDARA, L., explica la voz «*pacto parasocial*», en la *Enciclopedia Jurídica Cívitas*, Madrid, 1995, págs. 4.712 y ss. Sin embargo, opina SÁNCHEZ CALERO, F. *La sociedad cotizada en Bolsa. Op. cit.*, pág. 161: «Permite plantear el problema de la compatibilidad de tales pactos en el caso de las sociedades cotizadas, a la hora de su regulación específica, con la negociación de las acciones en el mercado de valores, y en el caso de dar a esa cuestión una respuesta positiva, se ha de aludir a la cuestión de sus límites dentro de la normativa del Derecho de sociedades. La negación de la compatibilidad de tales pactos con el régimen de la sociedad cotizada –en especial los sindicatos de voto– haría imposible que los accionistas minoritarios pudieran agruparse y organizarse en asociaciones».

⁹⁰ Explica FERNÁNDEZ DE LA GANDARA, L., en la voz «*pacto parasocial*», *op. ult. cit.*, pág. 4.712: «Suelen agruparse operaciones negociales de diversa índole, cuyo objeto común es facilitar la celebración, al margen del contrato fundacional de sociedad y con instrumentos técnicos ajenos e independientes a este último, de acuerdos o convenios entre los propios socios destinados básicamente a integrar o modificar la disciplina legal o estatutaria en aquellos aspectos de la relación jurídico societaria en que los firmantes del pacto se ven directamente afectados».

⁹¹ El Registro aparece inicialmente configurado en el artículo 53 de la Ley del Mercado de Valores, posteriormente desarrollado por la Circular CMNV 6/1989, de 15 de noviembre, que queda derogada por el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, que se desarrolla con la Orden Ministerial de 23 de abril de 1991. Precisa, por su lado, SÁNCHEZ CALERO, F. *La sociedad cotizada en Bolsa. Op. cit.*, págs. 162 y 163: «El art. 2.1 del Real Decreto 377/1991 es un precepto que asimila a la noción de adquisición de participación significativa "la celebración de acuerdos o convenios con otros accionistas en virtud de los cuales las partes queden obligadas a adoptar, mediante un ejercicio concertado de los derechos de voto de que dispongan, una política común duradera en lo que se refiere a la gestión de la sociedad". Estos pactos de sindicación, en sus diversas modalidades, quedan por consiguiente sometidos al deber de notificación a la CNMV y a la propia sociedad y, por lo tanto, a la oportuna publicidad... se plantea la cuestión de si la comunicación de la existencia de tales pactos parasociales no debe completarse con una regulación de esta materia en el ámbito del Derecho de sociedades, que tienda en buena medida a desarrollar su régimen en sus puntos esenciales en las sociedades cotizadas».

⁹² Véase MENÉNDEZ en su LAUDATIO a la obra del Profesor SÁNCHEZ CALERO. *La sociedad cotizada. Op. cit.*, pág. 355: «La obligación de hacer pública la celebración de acuerdos o convenios con otros accionistas en el Real Decreto de 7 de diciembre de 1998, que por modificación del artículo 2.1 del Real Decreto de 15 de marzo de 1991 asimiló la publicidad de los pactos de sindicación a la propia de las participaciones significativas».

Mandato que a su vez desarrolla el artículo 53 de la Ley del Mercado de Valores, en virtud del cual, los deberes de comunicación en los supuestos en los que el porcentaje de capital suscrito en posesión de cualquier persona, que por sí misma o por persona interpuesta, adquiriera o transmita acciones de una sociedad cotizada, rebasando los límites legales, se extenderán a la CNMV, a la Bolsa donde se negocien los valores y a la propia sociedad. Con la finalidad de facilitar el cumplimiento de esta obligación, la Carta Circular 4/1998, de 30 de marzo, de la CNMV, estableció respecto a estos deberes de comunicación que «basta con que se remitan únicamente a la CNMV, quien se encargará de difundir la información de referencia al resto de organismos supervisores y, si lo solicitan, también a las sociedades afectadas».

Precisa, en este ámbito, FERNÁNDEZ PÉREZ ⁹³: «El artículo 92 de la Ley del Mercado de Valores, tal y como ha señalado la doctrina, en el que se enuncian una serie de registros administrativos, a los que tendrá libre acceso el público, tiene carácter enunciativo y no agota la función registral y difusora de la Comisión, por lo que no sería excesivamente problemático la creación de un registro específico para estas asociaciones».

Por su parte, en Italia nos encontramos con una disciplina propia de los pactos parasociales en las sociedades cotizadas, en la que se establece un régimen específico de transparencia, se regula la duración de estos pactos y el derecho de renuncia y los supuestos en los que se exceptiona la aplicación de la misma. En nuestro país, por el contrario, únicamente se aborda el tema de los sindicatos de voto con relación a los requisitos de transparencia que van anudados a las sociedades cotizadas, y más en concreto, los sindicatos que dan lugar a una participación significativa, al considerarse que se trata de circunstancias esenciales para la evaluación de los valores afectados tal y como comentábamos. Pero salvando los obstáculos que ahora plantea la legislación vigente en materia de sindicación de acciones y pactos parasociales (ahora considerados tras la Ley 26/2003); hay que incidir en la idea de que la sindicación, en particular, los sindicatos de defensa son favorables para observar la tutela de la minoría ⁹⁴ con vistas a conseguir fundamentalmente una minoría organizada que pueda influir en el proceso de toma de decisiones; en realidad, aparece como un fenómeno connatural a una sociedad cotizada, dado que puede configurarse como un mecanismo dirigido a reforzar la estabilidad de la política empresarial. En resumen: se quiere manifestar el hecho de que es necesaria una nueva reglamentación societaria que contemple la legalidad y licitud de los sindicatos de voto, así como las asociaciones de accionistas y pactos parasociales tendentes a hacer efectivo el derecho de voto por parte de la gran masa dispersa en la sociedad bursátil. Asimismo, contemplar las diversas alternativas que hoy día ofrece el derecho de voto como son: el voto por correspondencia, incluyendo la utilización de las nuevas tecnologías ⁹⁵, y el voto por delegación, con una mejor reglamentación de esta última modalidad: solicitud; sujetos legitimados para la recogida de los votos, entre otros extremos ya explicados. El problema estriba en que si bien algunos de estos extremos (no todos) sí han sido observados por la Ley 26/2003 sobre transparencia de las sociedades cotizadas, por otro lado, se ha desaprovechado la oportunidad de descender por parte del legislador a una reglamentación más casuística en torno a estas variantes del derecho al voto en la sociedad bursátil.

⁹³ FERNÁNDEZ PÉREZ, N. «Nuevas Tendencias». *Op. cit.*, pág. 100.

⁹⁴ FERNÁNDEZ PÉREZ, N. «Nuevas Tendencias...». *Op. cit.*, págs. 98 y 99. LOSS, L. y SELIGMAN. *Fundamentals. Op. ult. cit.*, pág. 34.

⁹⁵ A modo de ejemplo de lo que sucede en Francia, TAPIA HERMIDA, A.J. «Francia: nueva regulación del voto de los accionistas no residentes en sociedades cotizadas». *Op. cit.*, pág. 264: «Participando personalmente en la junta, nombrando un representante o por correspondencia o internet, o bien de forma indirecta dando instrucciones de voto al intermediario inscrito que puede emitir el voto en virtud de poder especial o en base a un mandato general de gestión de carteras».