

**LA ADAPTACIÓN DEL DERECHO ESPAÑOL
A LA DIRECTIVA SOBRE DERECHOS DE SOCIOS
EN MATERIA DE SOLICITUD PÚBLICA
DE REPRESENTACIÓN EN SOCIEDADES COTIZADAS**

*(THE INCORPORATION OF THE DIRECTIVE
ON THE EXERCISE OF CERTAIN RIGHTS BY SHAREHOLDERS
OF LISTED COMPANIES TO SPANISH LAW ON PROXIES)*

Working Paper IE Law School

AJ8-181

31-01-2012

Cátedra PEREZ-LLORCA/IE de Derecho Mercantil

Francisco León Sanz

Catedrático de Derecho mercantil

fleon@perezllorca.com

Resumen/Absrtact

La solicitud pública de representación es uno de los elementos principales del régimen del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en el que se plantea una tensión entre el interés por facilitar la participación de los accionistas y el interés por acceder al control de la sociedad, en conexión con el procedimiento para lograr las delegaciones de voto. La Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital, opta por incorporar la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, mediante el establecimiento de un régimen especial para las sociedades cotizadas. La reforma se limita a trasladar el contenido de lo dispuesto en la normativa comunitaria al Derecho español. Resulta criticable la manera en que se ha llevado a cabo la integración sistemática de las modificaciones introducidas y, también, en especial, las incertidumbres que plantea la regulación introducida sobre el ejercicio del derecho de voto por las entidades custodio.

The proxy solicitation process is one of the main aspects of the corporate governance of listed companies, where tension has grown between the interest in facilitating shareholder participation and gaining control of the company in connection with the procedure to obtain the proxies. Act 25/2011, of August 1, on the partial reform of the Companies Act ("Ley de Sociedades de Capital") opts to incorporate Directive 2007/36/EC of the European Parliament and Council, of 11 July, on the exercise of certain rights by shareholders of listed companies, by establishing a special regime for these companies. The reform is confined to the transposition of the provisions of Community law into Spanish law. The way in which the systematic integration of the introduced amendments has been carried out, as well as, in particular, the uncertainties raised by the regulation on the exercise of voting rights by global custodians, leave room for criticism.

Palabras Clave/Keywords

Solicitud pública de representación, gobierno corporativo, sociedades cotizadas, derechos de accionistas, Junta general, voto transfronterizo

Proxy, corporate governance, listed companies, rights of shareholders, general meeting, crossborder voting.

La publicación de la Serie Working Papers IE-Law School/Pérez- Llorca
está patrocinada por la Cátedra IE Pérez-Llorca.
Copyright © 2011 Francisco León Sanz, Catedrático de Derecho Mercantil of Council Pérez-Llorca.
Este working paper se distribuye con fines divulgativos y de discusión.
Prohibida su reproducción sin permiso del autor, a quien debe contactar en caso de solicitar copias.
Editado por el IE Law School e impreso por IE Publishing, Madrid, España

*The publishing of Serie Working Papers IE-Law School is sponsored by the Pérez Llorca IE Chair.
Copyright ©2011 by Francisco León Sanz, Catedrático de Derecho Mercantil of Council Pérez-Llorca.
This working paper is distributed for purposes of comment and discussion only.
It may not be reproduced without permission of the copyright holder.
Edited by IE Law School and printed at IE Publishing, Madrid, Spain*

I. Planteamiento

La función de control de la gestión en las sociedades anónimas cotizadas incumbe a los accionistas, en la condición de inversores que se ven afectados por el riesgo de la empresa. A diferencia de los titulares de bonos o de los acreedores financieros, los accionistas no tienen asegurado un interés como remuneración del capital invertido. La rentabilidad de la inversión en acciones viene determinada por los rendimientos de la actividad empresarial desarrollada por la sociedad anónima. A través del ejercicio del derecho de voto se instrumenta el ejercicio del control y de la supervisión de la sociedad cotizada, con la finalidad de promover una gestión encaminada a maximizar la rentabilidad de su inversión y de evitar que haya pérdidas.

El reconocimiento de la posición de los accionistas como titulares del capital contrasta con la falta de interés para ejercer los derechos que hacen posible el control sobre los que detentan el poder de decisión. La pasividad de los accionistas minoritarios que forman parte del *free-float* es inevitable en las sociedades anónimas cotizadas. Constituye la consecuencia lógica de la falta de justificación de los esfuerzos que pudiera implicar el ejercicio de los derechos de socio en consideración de la influencia irrelevante que pueda tener en el control. La salida de la sociedad mediante la transmisión de las acciones en bolsa se convierte en su mejor garantía frente al riesgo económico asumido con la inversión realizada. El interés por el derecho de voto se activa en supuestos como la presentación de una oferta pública de adquisición de acciones con la finalidad de adquirir o reforzar el control de una sociedad cotizada. El pago de una prima sobre el precio de cotización de las acciones en estos casos traduce en términos económicos el valor del derecho de voto.

En cambio, los accionistas minoritarios están interesados en aprovecharse del control que pueda llevarse a cabo por otros accionistas, por grupos de inversores o desde otras instancias. Los costes que puede suponer la obtención de información o el ejercicio de las tareas de supervisión son soportados por quien las realiza pero benefician a todos los afectados por la actividad social. Al mismo tiempo, los sujetos interesados en acceder al control o en mantener el poder de decisión tratan de hacerlo sin asumir o minimizando en lo posible el correspondiente riesgo económico. De ahí el interés en intentar aprovechar la influencia potencial de los accionistas inversores desentendidos de la gestión social y en tratar de ganarla a su favor.

Uno de los instrumentos para lograr estos objetivos consiste en el recurso a las delegaciones de voto. A través de la solicitud pública de representación, se puede alcanzar una influencia en la sociedad que no se corresponda con la participación en el capital social de quien haya realizado dicha solicitud. Los interesados en tomar una parte activa en el control de la sociedad están dispuestos a soportar los costes derivados de una campaña para la obtención de delegaciones o están en condiciones de repercutirlos a la sociedad. La pasividad

de los inversores desentendidos de la gestión social respecto del contenido de los acuerdos que se van a adoptar por la Junta general no desaparece en el caso de las delegaciones de voto. El interés del inversor consiste en lograr la compensación económica que se deriva de la suscripción del poder de representación, ya sea explícita, una prima de asistencia por ejemplo, o implícita, un aumento del valor de las acciones como consecuencia de una lucha por el control en la sociedad.

La regulación de la solicitud pública de representación constituye una pieza en la ordenación de las sociedades cotizadas que se ve afectada por la tensión inherente a los temas de gobierno corporativo, la participación de los accionistas en la sociedad y el procedimiento para lograr las delegaciones de voto. A este respecto, un régimen riguroso para la obtención de representaciones en el ejercicio del derecho de voto puede suponer un obstáculo para potenciar la lucha por el control como instrumento para sanear la legitimidad en el acceso y el ejercicio del poder de decisión. En cambio, una regulación excesivamente flexible puede favorecer el apoderamiento injustificado de los derechos de voto por determinados sujetos interesados en acceder o mantener el control. La solución de esta tensión no se puede resolver normativamente de una manera definitiva. La regulación de esta materia debería tratar de llevar a cabo una armonización entre los diferentes intereses implicados de acuerdo con los fines generales que se pretendan alcanzar en la ordenación de la estructura orgánica de la sociedad cotizada. Basta considerar a este respecto el contraste entre el sistema norteamericano de los proxies y el sistema alemán posterior a la Segunda Guerra Mundial de delegaciones en las entidades financieras depositarias de las acciones. Las diferencias en la regulación del régimen de la representación responden fundamentalmente a concepciones distintas en la constitución de la gran empresa.

A raíz de la internacionalización de los mercados financieros, la tendencia que parece generalizarse en el Derecho comparado consiste en el establecimiento de una regulación que sirva para facilitar la participación y el ejercicio de los derechos en la sociedad cotizada. Con este objetivo, se establecen diferentes medidas que se dirigen a favorecer la intervención de servicios profesionales para la captación de las delegaciones. La información se potencia tanto sobre el contenido de los acuerdos como sobre los aspectos relativos a la delegación. Las últimas reformas en los distintos ordenamientos impulsan el recurso a las TIC (tecnologías de la información y comunicación) como instrumento para facilitar la suscripción de los poderes de representación. En la determinación del sentido del voto, se trata de asegurar la imputación a la voluntad expresa del representado y se refuerza la transparencia sobre la manera de ejercerlo en caso de silencio y, también, en los supuestos de cambio del sentido del voto en función de las circunstancias surgidas después de haber sido otorgado el poder de representación. Finalmente, se procura prever un régimen estricto en materia de conflicto de intereses y de instrumentalización del derecho de voto por el representante.

II. Antecedentes

La solicitud pública de representación para el ejercicio del derecho de voto de los accionistas se regula en los artículos 184 a 187 de la Ley de Sociedades de Capital. El contenido básico del régimen jurídico procede de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989. La reforma de 2003 permitió la posibilidad de que el poder se otorgara por medios de comunicación a distancia e introdujo una prohibición de ejercer el derecho de voto a los administradores que hubieran solicitado públicamente la representación a los accionistas en los supuestos de conflicto de intereses (art. 514 LSC). Con ocasión de la regulación de la sociedad anónima europea en España se extendió en el año 2005 este régimen a los miembros del Consejo de Control en los supuestos de sociedades que se hubieran acogido al sistema dual.

Los distintos informes sobre gobierno corporativo se han ocupado de la solicitud pública de representación desde la perspectiva del movimiento de gobierno corporativo. Tanto el informe Olivencia como el informe Aldama destacaron la importancia de mejorar la transparencia y potenciar la información como la mejor opción para asegurar que el representante vota en el sentido querido por el accionista y para resolver las situaciones de conflictos de intereses. El Código Unificado de Buen Gobierno recomienda expresamente además que se permita el fraccionamiento del voto, en interés sobre todo de los inversores extranjeros (Recomendación Sexta).

La Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, tiene como finalidad remover los obstáculos que dificultan el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto mediante la ampliación de la transparencia, el ejercicio del derecho de voto a través de la representación y la posibilidad de participar en las Juntas generales por medio de la representación. La supresión de estos obstáculos también favorece a los accionistas residentes que no deseen o no puedan asistir a la Junta general. De acuerdo con los objetivos de la última generación de directivas, la Directiva sobre derechos de socios no se dirige tanto a lograr una armonización sustancial de los ordenamientos nacionales en esta materia desde la perspectiva de la actuación de las sociedades en el mercado como fundamentalmente a la eliminación de las barreras que puedan suponer una traba a la participación de los accionistas en las sociedades cotizadas, de manera que se haga posible que tanto los inversores extranjeros como los nacionales puedan ejercitar los derechos de socio en las mismas condiciones.

En materia de solicitud pública de representación, la Directiva considera que *“el buen gobierno de las empresas exige un proceso ágil y eficaz de voto por representación. Por consiguiente, deben suprimirse las restricciones y trabas existentes que hacen que el voto por*

representación resulte difícil y costoso. Sin embargo, el buen gobierno de las empresas exige también garantías suficientes frente a posibles abusos relacionados con los votos por representación. En este sentido, la persona en quien se haya delegado el voto debe estar obligada a seguir las instrucciones que pueda haber recibido del accionista, y los Estados miembros deben tener la posibilidad de adoptar medidas adecuadas para garantizar que el representante del accionista no promueva más intereses que los de este último, con independencia de la cuestión que haya dado lugar al conflicto de intereses” (Considerando Décimo).

En la Directiva se reconoce el derecho de todo accionista a designar un representante (art. 10) que pueda ejercitar los mismos derechos que el accionista representado. Se prohíbe expresamente que se puedan establecer restricciones de ninguna clase a este derecho por parte de los Estados nacionales. La representación se puede limitar a una sola Junta general o fijarse por un periodo de tiempo determinado. Los titulares de acciones incluidas en diferentes carteras de valores podrán nombrar diferentes representantes de sus acciones. El representante puede representar a más de un accionista sin que se pueda restringir por los Estados nacionales esta posibilidad. Los representantes están obligados a votar con arreglo a las instrucciones recibidas del accionista representado. De acuerdo con esto, se dispone que puedan emitir el voto de manera diferente en función de las instrucciones recibidas de cada accionista.

El poder de representación puede ser otorgado por vía electrónica (art. 11). El nombramiento del representante y la notificación del nombramiento ha de hacerse por escrito. Los únicos requisitos formales que se pueden fijar son los necesarios para garantizar la identificación del accionista y del representante así como para asegurar la posibilidad de verificar el contenido de las instrucciones de voto.

La cuestión del conflicto de intereses en el ejercicio del derecho de voto por el representante se regula de manera relativamente pormenorizada a través de la previsión de diferentes medidas que pueden ser acogidas por los Estados nacionales (art. 10.3):

“a) los Estados miembros podrán exigir que el representante revele ciertos hechos específicos que puedan ser pertinentes para que el accionista evalúe el riesgo de que el representante promueva intereses distintos de los del accionista;

b) los Estados miembros podrán restringir o no admitir el ejercicio de los derechos de los accionistas mediante un representante sin instrucciones de voto precisas para cada una de las resoluciones sobre las que el representante tenga que votar en nombre del accionista;

c) los Estados miembros podrán restringir o no admitir la transferencia de la delegación de voto a un tercero, sin que ello impida que un representante que sea una persona jurídica

ejerza las competencias que le han sido conferidas a través de uno de los miembros de su órgano de administración o de gestión o de uno de sus empleados.”

Las medidas sobre conflicto de intereses se aplican a los supuestos en los que el representante tenga la condición de accionista de control de la sociedad cotizada; sea miembro del órgano de administración, de gestión o de supervisión de la sociedad cotizada o sea un empleado o un auditor de la sociedad. Estas medidas se extienden en relación con este círculo de personal a las entidades controladas por el accionista de control de la sociedad controlada y a los que tengan una relación de parentesco con las personas físicas.

Finalmente, en relación con los intermediarios financieros que desempeñen la función de entidades de custodia, la Directiva trata de favorecer que el inversor pueda ejercer sus derechos de voto en situaciones transfronterizas. En el Considerando 11, la Directiva se remite a una futura Recomendación sobre esta materia con el *“fin de garantizar que los inversores tienen acceso a servicios de votación efectivos y que los derechos de voto se ejercen de conformidad con las instrucciones dadas por los mencionados inversores”*.

La única norma imperativa que se establece a este respecto es la obligación de que se permita el voto fraccionado (art. 13.4). El resto de las disposiciones del art. 13 establecen, en principio, limitaciones al alcance de las regulaciones nacionales de este supuesto en relación con los requisitos para la legitimación y el ejercicio del derecho de voto. Las únicas limitaciones que se admiten consisten en la imposición a la entidad de custodia del deber de informar sobre la identidad del «cliente» y el número de acciones respecto de las cuales ejerce el derecho de voto y en el establecimiento de requisitos formales razonables para poder verificar el contenido de las instrucciones de voto.

La regulación española en materia de solicitud pública de representación ya cumplía prácticamente en su totalidad lo dispuesto en la Directiva sobre derechos de socios. La regulación comunitaria establece unos requisitos mínimos que se dirigen, ante todo, a facilitar el ejercicio de los derechos de socio por inversores extranjeros en las sociedades cotizadas. Estas disposiciones básicas se encontraban ya recogidas en el ordenamiento español en los aspectos más fundamentales. En concreto, el ejercicio del derecho de voto fraccionado, si bien no está expresamente contemplado en la LSC, se admite por la doctrina y se encuentra incluido en la Recomendación 6ª del Código Unificado de Buen Gobierno. Además, viene admitiéndose de forma generalizada en la práctica de mercado, y prueba de ello es que se regula de forma expresa en multitud de Reglamentos de Junta de sociedades cotizadas, e incluso en los estatutos de alguna sociedad cotizada.

La reforma opta por la incorporación de la Directiva mediante el establecimiento de un régimen especial para las sociedades cotizadas en la Sección de la LSC en la que se regula el funcionamiento de la Junta general de las sociedades cotizadas (Sección 2ª del Capítulo VI

del Título XIV, arts. 514 a 524, según Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas).

III. Sistemas de representación en la LSC

Tras la reforma, va a haber tres regímenes en materia de representación de los socios en la Junta general en las sociedades de capital:

- El régimen de la SRL (art. 183), un régimen que está concebido para sociedades cerradas, en las que la representación sólo se puede otorgar a un cónyuge, ascendiente, descendiente, u otro socio o persona con un poder general en documento público con facultades para administrar el patrimonio del socio en el territorio nacional. Este régimen se puede modificar al amparo de la autonomía estatutaria.
- El régimen de la SA (arts. 184 y sigs.). Con carácter general, se trata de una regulación flexible, que permite al socio estar representado por cualquier persona, aunque no sea accionista, salvo restricción estatutaria. En cambio resulta bastante estricto en materia de solicitud pública de representación.
- Finalmente el régimen de la SA cotizada (arts. 522 y sigs.), una regulación concebida para atender a las especialidades de las sociedades anónimas abiertas que cuyas acciones estén admitidas a negociación en los mercados de valores. El régimen de la SA cotizada coincide, en parte, con el general de las SA.

En la práctica, en las sociedades no cotizadas, fundamentalmente en las de carácter cerrado, se recurre a la representación como un instrumento al servicio de los socios para facilitar su participación en la vida social. Tiene un especial significado en la celebración de juntas generales universales. También tiene relevancia como medida para asegurar el cumplimiento de determinadas obligaciones asumidas por los socios, por ejemplo, en virtud de pactos parasociales. Sobre estas cuestiones no se ha ocupado la reforma de 2011, como consecuencia de que tampoco son tratadas en la Directiva de 2007/36/CE sobre derechos de socio. Conviene señalar, no obstante, que quizá hubiera sido conveniente introducir algunas

reformas. Por otra parte, una vez que se ha optado por diferenciar el régimen de la sociedad anónima cotizada y de la no cotizada, la regulación de la solicitud pública de representación parece que debiera quedar reservada exclusivamente para las sociedades cotizadas. Se echa en falta también la simplificación de la adopción de decisiones en las sociedades cerradas. Para este tipo de sociedades, el legislador podría haber permitido, por ejemplo, la adopción de acuerdos de Junta por escrito y sin sesión, es decir, sin ser necesaria la celebración de una reunión de la Junta. Finalmente, hubiera sido útil también, probablemente, el tratamiento de los conflictos de interés en la representación en las sociedades cerradas (pactos de sindicación de voto entre el socio gestor y el socio inversor, instrumentados a través del otorgamiento de poderes de representación, por ejemplo).

IV. Ámbito de aplicación de la regulación especial de las sociedades cotizadas

En las sociedades cotizadas, la regulación de la representación presenta problemas específicos diferentes a los de las sociedades cerradas. El aspecto esencial es el relativo a la solicitud pública de representación. De entrada, resulta criticable desde un punto de vista legislativo-formal, que se haya incorporado la Directiva sin una integración sustancial del régimen de esta materia. La solicitud pública de representación en las sociedades cotizadas se regula en tres lugares diferentes, en los arts. 184 a 187, en particular, el 186, en los arts. 522 a 524 y el en el art. 526.

En las sociedades anónimas cotizadas, a diferencia de la regulación general de las sociedades anónimas, no se admiten limitaciones al derecho del accionista a hacerse representar en las Juntas generales. La única restricción que se permite es la previsión estatutaria de prohibir la sustitución del representante por un tercero (art. 522 LSC).

El régimen de la solicitud pública de representación para el ejercicio del derecho de voto tanto para las sociedades anónimas cotizadas como para las no cotizadas se aplica a aquellos casos en los que la solicitud la realizan los administradores, las entidades depositarias de los títulos o las encargadas del registro de anotaciones en cuenta o cualquier otra persona que formule una solicitud pública de representación (art. 186.1 LSC).

Se considera que la solicitud de representación para el ejercicio del derecho de voto tiene carácter público cuando se ostente la representación de más de tres accionistas. La aplicación del régimen se produce como consecuencia del mero hecho de solicitar la representación con independencia del número final de delegaciones que se alcancen. En la referencia a los accionistas parece que debe considerarse comprendidos aquellos accionistas que sean titulares de derechos de voto.

Los sindicatos de accionistas quedan, en principio, al margen del régimen de la solicitud pública de representación, pues falta el requisito de la realización de una solicitud pública para obtener las delegaciones de voto. Hubiera sido necesaria una indicación expresa del legislador para incluirlos.

La regulación especial sobre solicitud pública de representación no es de aplicación al cónyuge, a los ascendientes o descendientes del representado ni tampoco a los que ostenten un poder general otorgado en documento público con facultades para la administración del patrimonio del representado en territorio nacional (art. 187 LSC).

V. El contenido del régimen especial de la representación en las sociedades cotizadas

La solicitud pública de representación se ha de hacer con carácter especial para cada Junta general que se convoque (art. 184.2 LSC). No se admite que la representación se pueda otorgar durante un periodo de tiempo determinado, el plazo de un año, por ejemplo. Resulta compatible con el régimen de la solicitud pública de representación que se configure como una oferta o como una invitación a una oferta. En el primer caso, el solicitante se compromete a aceptar la representación de todos aquellos que suscriban la solicitud de representación. En cambio, si se configura como una invitación a una oferta, el solicitante se reserva la posibilidad de rechazar la representación si lo considera conveniente a sus intereses. Así podría suceder, por ejemplo, en los casos en los que las instrucciones sobre el sentido del voto impartidas por el accionista no se correspondieran con el propuesto por el solicitante.

No se ha establecido una obligación de extender la solicitud pública de representación a todos los accionistas, ni siquiera en el supuesto en el que la persona designada como representante tuviera una posición institucional en la sociedad, el Presidente de la Junta general, o la solicitud fuera promovida por los administradores de la sociedad cotizada. Se admite el ofrecimiento del pago de una prima de asistencia a los accionistas que suscriban el poder de representación. En las sociedades cotizadas se emplea este recurso como medio para incentivar la participación en la Junta general. En relación con este conjunto de cuestiones, la configuración de la solicitud de representación como una invitación que pueda ser rechazada o el pago de una prima de asistencia, habrá que tener en cuenta, no obstante, el mandato normativo relativo al principio de igualdad de trato a todos los accionistas (art. 97 LSC), que se reitera de manera específica para las sociedades anónimas cotizadas en relación con la información, la participación y el ejercicio del derecho de voto en las Juntas generales (art. 514 LSC).

El poder se puede formalizar por escrito o por cualquier medio de comunicación a distancia (art. 522.3 LSC), como ya se admitía desde la reforma de 2003. La sociedad ha de establecer un sistema para la notificación electrónica del nombramiento, con los requisitos formales que sean necesarios, pero también, proporcionados, para garantizar la identidad del accionista y del representante o representantes que designe. A través de la utilización de las TIC se pretende facilitar la participación de los accionistas en la Junta general, sobre todo, de los residentes en otros países de la Unión Europea.

La solicitud pública de representación ha de tener un contenido mínimo que comprende las menciones del orden del día, la solicitud de instrucciones precisas al accionista sobre el ejercicio del derecho de voto y la indicación del sentido del voto del representante en los casos en los que el accionista no otorgue instrucciones al respecto (art. 186.1 LSC). Se considera suficiente con que el poder exprese que se va a ejercer el derecho de voto por el representante en el mismo sentido que el Presidente del Consejo de Administración, por ejemplo.

La representación es siempre revocable por el accionista, también aquella que se hubiera otorgado en el marco de una solicitud pública de representación. La asistencia del accionista a la Junta general en persona conlleva automáticamente la revocación del poder (art. 185 LSC).

Las acciones representadas se tienen que computar para la válida constitución de la sociedad (art. 522.5 LSC). El representante ha de votar necesariamente en la Junta general de conformidad con las instrucciones recibidas por el accionista representado. Se establece, además, una obligación del representante conservar las instrucciones sobre el sentido del voto dadas por el accionista representado durante el plazo de un año desde la celebración de la Junta (art. 522.2 LSC).

La legitimidad del ejercicio del derecho de voto de forma divergente por el representante, también por el intermediario financiero profesional representante, se reconoce expresamente, como también hace la Directiva (art. 522.4 y 524.2 LSC). El signo del voto del representante puede ser distinto en función de las instrucciones recibidas sobre el sentido del voto por el accionista representado.

No se hace mención en la regulación específica de las sociedades cotizadas sobre la posibilidad de que el representante se pueda separar de las instrucciones expresadas cuando se den circunstancias que no fueran conocidas en el momento del envío de la solicitud, siempre que esté justificado en evitar un perjuicio para los intereses del representado. Por esta razón, hay que entender que aplica también a las sociedades cotizadas el régimen general previsto en el art. 186.2 LSC. Como la voluntad de la sociedad se forma en el marco de la reunión de la Junta general, el reconocimiento de un cierto margen de flexibilización de la vinculación del

representante a las instrucciones contenidas en el poder de representación resulta razonable tanto para sociedades cotizadas como no cotizadas. En estos casos, el representante tiene el deber de informar al representado de manera inmediata a través de una comunicación escrita en la que manifieste las razones que le han llevado a cambiar el sentido del voto.

No se han previsto las consecuencias del incumplimiento del régimen de solicitud pública de representación. En concreto, no se han tipificado infracciones que lleven aparejadas sanciones, a diferencia de lo que sucede en otros ordenamientos. La determinación de las consecuencias civiles de los incumplimientos presenta dificultades. El ejercicio de las acciones como la nulidad del voto, la impugnación del acuerdo o la reclamación de responsabilidad frente al representado, presuponen que se den en el supuesto de hecho los requisitos para el ejercicio de estas acciones.

VI. El tratamiento de las situaciones de conflicto de intereses

Las situaciones de conflicto de intereses ya se encontraban reguladas expresamente en el ámbito de las sociedades cotizadas (art. 514 LSC). El régimen establecido se aplicaba a los administradores y miembros del Consejo de control de la sociedad anónima europea y a las personas que actúen por cuenta o en interés de los administradores. La reforma incorpora lo dispuesto en la Directiva 2007/36/CE en el art. 523 y, al mismo tiempo, mantiene lo establecido en el art. 514 LSC, que pasa a ser ahora el art. 526 LSC, en el que se introducen algunas modificaciones no del todo menores.

La opción seguida en el Derecho español pretende establecer una regulación más estricta para los administradores que respecto de los demás grupos de sujetos afectados por las situaciones de conflictos de intereses. Sin embargo, las diferencias de régimen tienen escasa trascendencia y la regulación resulta, en conjunto, insuficiente para la protección de los inversores.

Con carácter general, el régimen del conflicto de intereses se extiende a los mismos supuestos previstos por la Directiva: cuando el representante sea el accionista de control de la sociedad cotizada; forme parte del órgano de administración, de gestión o de supervisión de la sociedad cotizada o sea un empleado o un auditor de la sociedad y a los que tengan esta condición en las entidades controladas por el accionista de control de la sociedad controlada y a los que tengan una relación de parentesco con las personas físicas.

En relación con las situaciones de conflicto de intereses se establece una obligación de información en la línea de las propuestas de los Informes sobre Gobierno Corporativo que se han elaborado en España. El representante debe informar con detalle al accionista de la

existencia de un conflicto de interés en el momento de la solicitud pública de representación. Si el conflicto surge con posterioridad, deberá comunicarlo inmediatamente a los accionistas que le hayan designado como representante.

La reforma impone, asimismo, al representante un deber de abstención. Únicamente puede votar en el supuesto de que haya recibido instrucciones precisas sobre el sentido del voto por parte del accionista representado sobre cada uno de los asuntos sobre los que el representante se encuentre en una situación de conflicto de intereses.

La regulación especial se aplica a los administradores y a los miembros de la comisión de control y, también, a las personas que actúen por su cuenta y por su interés. Esta regla no se extiende, por tanto, a los sustitutos, cuando la sustitución sea posible por no haber sido prohibida en los estatutos de la sociedad. El sustituto actúa como representante por cuenta e interés del representado, pero no del delegante.

En la determinación de las situaciones de conflicto de intereses se sigue la técnica de enumerar una serie de supuestos en los que se considera que, en todo caso, existe un conflicto. Los supuestos que se tipifican son los siguientes: los acuerdos relativos al nombramiento y ratificación como administrador; a la destitución, separación o cese de los administradores; en relación con el ejercicio de la acción social de responsabilidad y en materia de operaciones vinculadas. Este último caso constituye un concepto abierto que permite incluir todos aquellos acuerdos relativos a operaciones de la sociedad con los administradores o con entidades controladas por ellos o a las que representen o actúen por su cuenta. En las sociedades cotizadas, sin embargo, los conflictos relativos a las operaciones vinculadas se plantean sobre todo en relación con operaciones cuya aprobación es competencia del Consejo de Administración. El tratamiento de esta clase de conflictos es objeto de una regulación específica en el art. 229 LSC.

Como se puede apreciar, los supuestos enumerados no hacen referencia propiamente a situaciones de conflictos de intereses sino más bien, a supuestos de instrumentalización de la solicitud pública de representación en interés del representante.

En la regulación especial, no se incluye un deber de información sobre las situaciones de conflicto de intereses, lo que no es un obstáculo para considerar aplicable lo establecido con carácter general en el art. 522 LSC. Antes de la reforma se establecía un deber de abstención en las situaciones de conflictos de intereses que no admitía ninguna excepción. El texto definitivamente aprobado, en cambio, admite que el administrador en una situación de conflicto de intereses pueda votar en nombre del representado siempre que hubiera recibido instrucciones precisas sobre el sentido del voto. De esta forma, el contenido de lo dispuesto en el art. 526 LSC viene a equipararse al régimen general introducido en materia de conflicto de intereses en el art. 522 LSC. La especialidad consiste en realidad en la determinación de una

serie de casos en los que se prevé que necesariamente existe un conflicto de intereses, supuestos en los que resulta evidente la existencia del conflicto y cuya indicación normativa expresa se puede considerar prácticamente irrelevante.

Desde la perspectiva de la protección de los inversores, lo decisivo es que a través del cauce de la sustitución se pueden eludir las restricciones al ejercicio del derecho de voto por el representante que se encuentra en una situación de conflicto de intereses.

Ni en la regulación general ni en la norma especial sobre los administradores se han determinado las consecuencias del incumplimiento de las normas reguladoras de las situaciones de conflicto de intereses. En principio, habrá que considerar que el voto emitido por el representante es nulo. En los casos en los que los votos emitidos por el representante con infracción de la prohibición de ejercerlo fueran determinantes de la mayoría para la adopción del acuerdo, la nulidad de los votos también determinaría la del acuerdo.

VII. El ejercicio del derecho de voto por las entidades custodio

La reforma ha introducido una regulación del ejercicio del derecho de voto por las entidades custodio por cuenta de sus clientes cuyo contenido resulta equívoco. La razón de la defectuosa adaptación a la Directiva sobre derechos de socio en esta materia se debe probablemente a la errónea versión en español de la norma comunitaria.

En la práctica actual de las sociedades cotizadas, la participación en el capital de los inversores extranjeros se realiza normalmente a través de una cadena de intermediarios financieros. Los inversores compran las acciones de los emisores de valores que cotizan en las bolsas españolas a través de una entidad financiera de su país, quien, a su vez, las tiene anotadas en una entidad custodio global que es el que las tiene inscritas a su nombre en el correspondiente registro de anotaciones en cuenta. En relación con el ejercicio del derecho de voto del inversor, los objetivos de la regulación europea son similares en los supuestos de solicitud pública de representación y en los de ejercicio del derecho de voto por las entidades custodio: facilitar la participación en la sociedad y el voto conforme a la voluntad del titular del interés material en la acción.

Para lograr estos objetivos en el caso del ejercicio del derecho de voto por las entidades custodio resulta imprescindible el reconocimiento de la legitimidad del voto divergente. En el Derecho español, no había antes de la reforma un reconocimiento expreso. La doctrina se inclinaba mayoritariamente por admitirlo con carácter general. Para evitar incertidumbres, el Código Unificado de Buen Gobierno recomienda que las sociedades cotizadas lo permitan expresamente con el fin de que puedan ejercer el derecho de voto de

manera divergente los intermediarios financieros que aparezcan legitimados como accionistas (Recomendación 6ª). La doctrina y la práctica avalan su validez, como ya se ha indicado.

En el proceso de elaboración de la Directiva sobre derechos de socios esta fue una de las cuestiones más discutidas. Se llegó finalmente a una solución de compromiso que consiste, por un lado, en el anuncio de una Recomendación comunitaria sobre este tema (Considerando 11), en el mandato del reconocimiento de la legitimidad del voto divergente y en el establecimiento de límites a los estados nacionales en la regulación de esta materia (art. 13).

En la versión española de la Directiva sobre derechos de socios, el supuesto se delimita de una manera equívoca en el art. 13.1:

*“El presente artículo se aplicará cuando una persona física o jurídica reconocida como accionista por la legislación aplicable actúe a título profesional **en nombre de** otra persona física o jurídica («el cliente»)”.*

A diferencia de lo que sucede en las versiones en otros idiomas de la norma (inglesa, alemana, francesa o italiana), en la versión española se emplea la expresión **en nombre del cliente**, en lugar de **por cuenta del cliente**. Esta traducción resulta equívoca pues equipara el supuesto del art. 13 de la Directiva sobre derechos de socio, ejercicio del derecho de voto por el intermediario financiero legitimado como accionista por cuenta del cliente, con el del art. 11, ejercicio del derecho de voto por representante.

La LSC ha consagrado este equívoco de la versión española de la Directiva comunitaria al establecer en el art. 524.1 LSC:

*“Una entidad que preste servicios de inversión, en su condición de intermediario financiero profesional, podrá ejercitar el derecho de voto en una sociedad anónima cotizada, **en nombre de su cliente**, persona física o jurídica, cuando éste le atribuya su **representación**.”*

Como se puede apreciar, lo dispuesto en la LSC se aparta todavía más que la versión española de la norma comunitaria del contenido de la Directiva sobre derechos de socios, pues no sólo emplea la expresión típica de la representación directa, **en nombre de su cliente**, sino que además introduce en la delimitación del supuesto de hecho que el cliente haya atribuido la **representación** a la entidad custodio.

El art. 524 LSC reconoce la legitimidad del ejercicio del derecho de voto por la entidad custodio en nombre de su cliente de forma divergente en función de las instrucciones recibidas. También admite expresamente la licitud de delegar el voto a un tercero designado por el cliente, sin limitación del número de delegaciones otorgadas, salvo que se haya previsto una restricción en los estatutos. Se obliga finalmente a la entidad a comunicar a la sociedad cotizada en el plazo de siete días antes de la celebración de la Junta general, la identidad del cliente, el número de acciones y las instrucciones sobre el voto que hubiera recibido. Respecto a esta obligación, se plantea la cuestión de qué sucedería si un intermediario financiero recibiera una representación dentro de los siete días previos a la Junta.

La redacción del art. 524 LSC plantea una incertidumbre en relación con la interpretación de este precepto. Una interpretación de la norma española conforme a lo dispuesto en la regulación comunitaria justificaría la consideración de que este precepto resulta de aplicación a los supuestos de ejercicio del derecho de voto por la entidad custodio legitimada formalmente como accionista en el registro de anotaciones en cuenta de la sociedad cotizada por cuenta de su cliente. De mantenerse esta interpretación, la reforma habría introducido un cambio bastante relevante en la práctica de las sociedades cotizadas españolas ya que obligaría a las entidades custodio a comunicar a la sociedad cotizada la información pertinente sobre su cliente antes de la celebración de la Junta general. Este cambio normativo favorece la transparencia pero también supone un obstáculo para el ejercicio del derecho de voto.

La interpretación expuesta plantea la dificultad de que es contraria al tenor literal del art. 524 LSC. El texto de la norma se refiere de manera expresa a los supuestos de representación directa realizada por un intermediario profesional. La imposición de obligaciones específicas a los titulares de valores para el ejercicio de los derechos sociales parece requerir una norma que lo establezca de forma inequívoca. El tenor literal no es contrario, en principio, a lo dispuesto en la Directiva sobre derechos de socios. El único mandato de la norma comunitaria es el relativo al reconocimiento de la legitimidad del voto fraccionado. Esta posibilidad ya se admitía en España antes de la reforma, está contemplado en la Recomendación 6ª del Código Unificado de Buen Gobierno y el propio art. 524 LSC y el art. 522.4 LSC constituyen un reconocimiento, al menos indirecto de su validez. Las demás cuestiones incluidas en el art. 13 de la Directiva constituyen límites para los Estados nacionales en la regulación de esta materia, pero no impiden que se admita el ejercicio del voto divergente por las entidades custodio legitimadas formalmente como accionistas, sin exigirles el cumplimiento de ningún requisito adicional.

Esta última interpretación supone vaciar de contenido el art. 524 LSC, pero es la más respetuosa con lo que en él se establece. Antes de la reforma, parecía adecuada la introducción de una norma con rango legal con un contenido similar a la Recomendación 6ª del Código Unificado de Buen Gobierno con el objetivo de eliminar incertidumbres sobre la

legitimidad del ejercicio del derecho de voto por las entidades custodio. En consideración de la reforma efectuada, parece necesario que se proceda a una modificación de lo dispuesto en el art. 524 LSC para que se corrija la defectuosa redacción vigente de forma que se aclare una cuestión de tanta trascendencia.

Además del tema expuesto, sin duda, el de mayor relevancia, en la interpretación del contenido del art. 524, también se plantean otras cuestiones, como el mismo concepto de intermediario financiero. El art. 524.1 LSC se refiere a este intermediario como “*una entidad que preste servicios de inversión*”, pero pueden darse supuestos en que el intermediario financiero sólo se dedique a las actividades auxiliares de custodio/registro de valores (art. 63.1 de la Ley del Mercado de Valores) y no pueda entenderse que preste servicios de inversión como tal (art. 63.2 de la Ley del Mercado de Valores).

VIII. Consideraciones finales

La Directiva sobre derechos de socio establece unos mínimos para garantizar la participación de los inversores extranjeros en las sociedades cotizadas a través del mecanismo de la representación. La reforma se limita a modificar aquellas normas cuyo contenido se aparta de lo dispuesto en la regulación comunitaria.

En la incorporación de la norma comunitaria se debería haber procedido con mayor cuidado en la integración de la reforma con la regulación de la representación en el ejercicio del derecho de voto en la LSC. El régimen del ejercicio del derecho de voto por las entidades custodio por cuenta del titular del interés material de la acción se ha hecho de manera defectuosa. Tampoco se han regulado de un modo del todo satisfactorio los supuestos de conflictos de interés en la representación. Además de estas consideraciones sobre la adaptación a la Directiva sobre derechos de socio, se echa en falta que no se haya llevado a cabo una reforma de mayor entidad en el régimen de la solicitud pública de la representación en las sociedades cotizadas. La experiencia ha hecho patente la insuficiencia del recurso a las normas de Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas y la necesidad de introducir una regulación imperativa en esta materia. El problema es la manera de hacerlo, ya que se trata de una pieza que necesariamente afecta a aspectos nucleares de la legitimidad en la titularidad y en el ejercicio del control de las sociedades cotizadas.

Nota Bibliográfica

En la elaboración del texto me he apoyado fundamentalmente en los comentarios y libros generales sobre la sociedad anónima y sobre la Junta general de la sociedad anónima, en los trabajos de :

GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., 2006, “La propuesta de Directiva sobre el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto”, *Revista derecho de Sociedades*, nº 26, págs. 203 a 218.

GONDRA ROMERO, J. M. 2008, “El control del poder de los directivos de las grandes corporaciones”, *Revista Derecho Mercantil*, Nº 269, págs. 841 a 899.

MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M. T. 2007, “La Directiva sobre el ejercicio de derechos de los accionistas en la Junta general de las sociedades cotizadas, y su impacto sobre el Derecho español”, *Revista derecho de Sociedades*, nº 27, págs. 39 a 89.

RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., 1990 *La representación de los accionistas en la sociedad anónima*, Madrid, Editorial Cívitas.

RONCERO SÁNCHEZ, A. 1996, *La representación del accionista en la Junta general de la sociedad anónima*, Madrid Editorial McGraw-Hill.

RONCERO SÁNCHEZ, A. 2006, “La captación del voto a través de la solicitud pública de representación: transparencia, igualdad de oportunidades y conflicto de intereses”.
RODRÍGUEZ ARTIGAS, F./FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L./QUIJANO GONZÁLEZ, J./ALONSO UREBA, A./VELASCO SAN PEDRO, L./ESTEBAN VELASCO, G (coords), *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, págs. 399 a 461 Pamplona, Editorial Aranzadi.

RONCERO SÁNCHEZ, A. 2009 “Asistencia y representación en las Juntas Generales
RODRÍGUEZ ARTIGAS, F./FARRANDO MIGUEL, I./GONZÁLEZ CASTILLA, F./TENA ARREGUI, R (coords), . *La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, págs.. 37 a 58. Madrid. Academia Matritense del Notariado.