

Rebeca Herrero Morant

El papel de los inversores institucionales en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas españolas

Departamento
Derecho de la Empresa

Director/es
Perdices Hueto, Antonio
Palá Laguna, Reyes

<http://zaguan.unizar.es/collection/Tesis>

© Universidad de Zaragoza
Servicio de Publicaciones

ISSN 2254-7606





Universidad
Zaragoza

Tesis Doctoral

EL PAPEL DE LOS INVERSORES
INSTITUCIONALES EN EL GOBIERNO
CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS
ESPAÑOLAS

Autor

Rebeca Herrero Morant

Director/es

Perdices Hueto, Antonio
Palá Laguna, Reyes

UNIVERSIDAD DE ZARAGOZA

Derecho de la Empresa

2018



**Universidad
Zaragoza**

Tesis doctoral

EL PAPEL DE LOS INVERSORES
INSTITUCIONALES EN EL GOBIERNO
CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES
COTIZADAS ESPAÑOLAS

Autora: Rebeca Herrero Morant

Directores: Prof.^a Dra. Dña. Reyes Palá Laguna

Prof. Dr. D. Antonio B. Perdices Huetos

Octubre, 2018



Universidad
Zaragoza



Facultad de Derecho
Universidad Zaragoza

Departamento de
Derecho de la Empresa
Universidad Zaragoza

EL PAPEL DE LOS INVERSORES
INSTITUCIONALES EN EL GOBIERNO
CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES
COTIZADAS ESPAÑOLAS

Tesis doctoral presentada por
Rebeca Herrero Morant para la colación
del grado de Doctor, dirigida por la
Prof.^a Dra. Dña. Reyes Palá Laguna y
por el Prof. Dr. D. Antonio B. Perdices
Huetos.

Octubre de 2018

Agradecimientos

Parte del desarrollo de esta tesis se ha realizado durante el contrato predoctoral BES-2015-072975. Este contrato se enmarca dentro del proyecto de investigación de la Universidad Autónoma de Madrid financiado por el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad “Gobierno Corporativo: el papel de los socios” (DER2014-55416-P). Investigadores principales: Antonio Perdices y Cándido Paz-Ares.



Tesis doctoral:

El papel de los inversores institucionales en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas españolas

Autora:

Rebeca HERRERO MORANT

Directores:

Prof. Dra. Dña. Reyes PALÁ LAGUNA

Catedrática de Derecho Mercantil

Facultad de Derecho, Universidad de Zaragoza

Prof. Dr. D. Antonio B. PERDICES HUETOS

Catedrático de Derecho Mercantil

Facultad de Derecho, Universidad Autónoma de Madrid

Octubre de 2018

«*Nihil novum sub sole*»

Eclesiastés 1:9

«Al cabo de un par de siglos, un tedio incurable se apodera de los desgraciados inmortales. El mundo es monótono, los hombres no aprenden nada y vuelven a caer, cada generación, en los mismos errores y horrores, los acontecimientos no se repiten pero se asemejan...»

Umberto Eco, *El Péndulo de Foucault*, 1989

ÍNDICE

ÍNDICE.....	9
ABREVIATURAS	17
INTRODUCCIÓN GENERAL	31
CAPÍTULO I - LOS INVERSORES INSTITUCIONALES	35
1.- Introducción	35
2.- Breve descripción de la figura del accionista.....	39
3.- Tipología de los accionistas en el Derecho positivo español.....	42
3.1.- Clasificación de los accionistas en virtud de la clase de acciones.....	43
3.2.- Clasificación de los accionistas en virtud del porcentaje de participación.....	44
3.2.1.- Accionistas de control.....	45
3.2.2.- Accionistas inversores o inversores minoristas	50
3.3.- Clasificación de los accionistas en virtud del plazo de su inversión.....	52
3.4.- Clasificación de los accionistas según el Derecho del mercado de valores	55
3.4.1.- Tipos de inversores	58
3.4.2.- Tipos de clientes.....	60
4.- Concepto de inversor institucional.....	64
4.1.- El concepto de inversor institucional en el ordenamiento jurídico europeo y español.....	64
4.2.- El concepto y caracterización de los inversores institucionales por la doctrina.....	73
5.- Clasificación de los inversores institucionales.....	82
5.1.- Inversores institucionales de primer nivel.....	85
5.2.- Inversores institucionales de segundo nivel	88
6.- Descripción de los principales tipos de inversor institucional	93
6.1.- Las entidades de inversión colectiva	95
6.1.1.- Antecedentes históricos de las entidades de inversión colectiva	96

ÍNDICE

6.1.2.- El régimen jurídico de las entidades de inversión colectiva	105
A) Derecho europeo	105
B) Derecho Español	107
6.1.3.- Concepto y clases de entidades de inversión colectiva.....	108
A) Derecho europeo	108
B) Derecho español.....	110
1) Clases de entidades de inversión colectiva según el grado de liquidez	111
2) Clases de entidades de inversión colectiva en virtud del tipo de activos objeto de la inversión.....	114
3) Clases de entidades de inversión colectiva en virtud de su forma jurídica	114
4) Clases de entidades de inversión colectiva en virtud del tipo de gestión	115
6.1.4.- Las sociedades gestoras de las entidades de inversión colectiva. Referencia a la entidad depositaria	117
6.1.5.- La actuación de las entidades de inversión colectiva como inversores en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación	120
A) Criterios de inversión. Principio de no influencia notable.....	120
B) El ejercicio de los derechos políticos.....	122
6.1.6.- El régimen jurídico de las entidades de inversión colectiva en los Estados Unidos.....	124
6.2.- Los fondos de pensiones.....	127
6.2.1.- Antecedentes del régimen actual de los fondos y los planes de pensiones.....	129
6.2.2.- El régimen jurídico de los fondos de pensiones.....	132
6.2.3.- Concepto y clases de fondos de pensiones.....	133
6.2.4.- La gestión de los fondos de pensiones y los planes de pensiones.....	135

ÍNDICE

6.2.5.- La actuación de los fondos de pensiones como inversores en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación .	138
A) Criterios de inversión aplicables a los fondos de pensiones.....	140
B) El ejercicio de los derechos políticos.....	141
6.2.6.- El régimen jurídico de los fondos de pensiones en los Estados Unidos	142
6.3.- Las entidades de crédito	146
6.3.1.- Notas históricas sobre la regulación de las entidades de crédito	148
6.3.2.- Regulación de las entidades de crédito	150
6.3.3.- La actuación de las entidades de crédito como inversores en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación .	151
A) Criterios de inversión aplicables a las entidades de crédito.....	153
B) El ejercicio de los derechos de voto.....	154
6.3.4.- Régimen estadounidense del ejercicio de voto	155
6.4.- Las entidades aseguradoras	157
6.4.1.- La actuación de las entidades aseguradoras como inversores en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación .	161
A) Criterios de inversión aplicables a las entidades aseguradoras.....	162
B) El ejercicio de los derechos de voto.....	163
6.4.2.- El régimen jurídico de las entidades aseguradoras en los Estados Unidos	164
6.5.- Los custodios internacionales de valores como inversores institucionales de segundo nivel.....	165
CAPÍTULO II - LA SOCIEDAD ANÓNIMA COTIZADA Y EL GOBIERNO CORPORATIVO: CONCEPTO Y RÉGIMEN JURÍDICO	171
1.- Introducción	171
2.- Concepto de sociedad anónima cotizada.....	176
3.- Breve referencia histórica a la sociedad anónima cotizada en España	188
4.- Régimen jurídico de las sociedades anónimas cotizadas	193

ÍNDICE

4.1.- Derecho societario	194
4.2.- Derecho del mercado de valores.....	200
4.2.- Apuntes sobre la regulación de la sociedad cotizada en los Estados Unidos .	204
4.2.1.- Regulación federal de las sociedades cotizadas estadounidenses.....	204
4.2.2.- Regulación estatal de las sociedades cotizadas estadounidenses.....	207
4.3.- Los códigos de buen gobierno y otras herramientas de autorregulación.....	212
4.3.1.- Los códigos de buen gobierno y el fenómeno de la autorregulación en los Estados Unidos	212
4.3.2.- Los códigos de buen gobierno en España	216
5.- El gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas.....	218
5.1.- Notas sobre el origen del gobierno corporativo.....	220
5.2.- La separación de la propiedad y el control: la problemática relativa al control de las sociedades cotizadas.....	230
5.2.1.- Los conflictos de interés en el seno de la sociedad cotizada	231
5.2.2.- Los costes de agencia en el seno de la sociedad cotizada.....	239
5.3.- Introducción al tratamiento de los inversores institucionales en el gobierno corporativo.....	243
5.3.1.- Evolución histórica de la presencia de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas	248
5.3.2.- Aspectos del gobierno corporativo relativos a los inversores institucionales.....	254
A) El tratamiento de los inversores institucionales en las normas sobre gobierno corporativo de los Estados Unidos	255
B) El tratamiento de los inversores institucionales en las normas sobre gobierno corporativo de la OCDE	258
C) El tratamiento de los inversores institucionales en las normas sobre gobierno corporativo de la Unión Europea.....	260
D) El tratamiento de los inversores institucionales en las normas sobre gobierno corporativo del Reino Unido	262

ÍNDICE

5.4.- La incidencia de la estructura accionarial de la sociedad cotizada sobre el buen gobierno corporativo.....	265
5.5.- El movimiento de gobierno corporativo en España.....	271
5.5.1.- Dualidad de fuentes del gobierno corporativo	273
5.5.2.- La regulación de las cuestiones relativas a la junta general de accionistas y el papel de los inversores institucionales en los códigos de buen gobierno corporativo	279
A) El Informe Olivencia	280
B) El Informe Aldama.....	285
C) El Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG)	288
D) El Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (CBG).....	291
CAPÍTULO III - EL ACTIVISMO ACCIONARIAL DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES.....	295
1.- Introducción	295
2.- Concepto de activismo accionarial.....	297
3.- Análisis histórico del activismo accionarial, con especial referencia al papel de los inversores institucionales	299
3.1.- El activismo accionarial previo a la aparición de los inversores institucionales.....	299
3.2.- El activismo accionarial durante el primer periodo de expansión de los inversores institucionales	303
3.3.- El activismo accionarial a finales del siglo XX.....	307
3.4.- El activismo accionarial desde principio del siglo XXI hasta la actualidad: El caso de los hedge funds y la situación en España.....	311
4.- Diversos niveles de activismo de los inversores institucionales.....	323
4.1.- Justificación teórica sobre el activismo accionarial de algunos inversores institucionales.....	324

ÍNDICE

4.2.- Justificación teórica sobre la apatía racional de algunos inversores institucionales.....	328
5.- Los mecanismos utilizados por los inversores institucionales activistas.....	332
5.1- Criterios de clasificación de los mecanismos de activismo accionarial.....	334
5.1.1.- Los mecanismos de activismo accionarial formales e informales.....	334
5.1.2.- Los mecanismos de activismo accionarial según el nivel de influencia.....	336
5.1.3.- Los mecanismos de activismo accionarial según su grado de intensidad.....	338
5.1.4.- Los mecanismos de activismo accionarial según la vía de intervención.....	339
6.- Intervenciones en la junta general.....	341
6.1.- Con carácter previo a la celebración de la junta general de accionistas.....	342
6.1.1.- Solicitud de convocatoria de la junta general.....	342
6.1.2.- El derecho a completar el orden del día y a presentar nuevas propuestas de acuerdo.....	343
6.1.3.- El proceso de captación de apoderamientos.....	346
6.2.- Durante la celebración de la junta general de accionistas.....	353
6.2.1.- Constitución de la junta y proceso de deliberación y voto.....	353
6.2.2.- En relación con las competencias de la junta.....	356
6.2.3.- El ejercicio del derecho de voto a distancia. El supuesto del voto desde el extranjero.....	362
6.3.- Con posterioridad a la celebración de la junta general de accionistas.....	369
6.3.1.- La impugnación de acuerdos sociales.....	369
6.3.1.- La acción social de responsabilidad.....	372
7.- Intervenciones en el consejo de administración.....	375
8.- Intervenciones extraorgánicas.....	378
9.- La crisis de la junta general de accionistas y el papel de los inversores institucionales.....	380

ÍNDICE

9.1.- La estructura organizativa de la sociedad cotizada: el problema de la separación de la propiedad y el control	381
9.2.- El fenómeno de la crisis de la junta general de accionistas.....	384
9.3.- Mecanismos para la reactivación de la junta: en especial, aquellos en los que pueden colaborar los inversores institucionales	391
9.3.1.- El reglamento de la junta general.....	391
9.3.2.- El ejercicio del derecho de información	392
9.3.3.- El derecho a conocer la identidad de los accionistas	395
9.3.4.- Mecanismos de coordinación entre accionistas	398
9.4.5.- El fomento del ejercicio del derecho de voto: El caso especial de los inversores institucionales	402
A) Tendencias recientes en el ejercicio del derecho de voto por los inversores institucionales	405
B) Las loyalty shares (acciones de fidelidad)	410
C) Responsabilidad de los inversores institucionales por ejercicio indebido de sus derechos. Consecuencias negativas relativas al ejercicio del derecho de voto por parte de los inversores institucionales.....	414
CONCLUSIONES.....	419
BIBLIOGRAFÍA.....	425
DOCUMENTACIÓN CITADA.....	485

ABREVIATURAS

AAD	Anales de Derecho
AAMN	Anales de la Academia Matritense del Notariado
AA.VV.	Autores Varios
Acad. Manag. Rev.	The Academy of Management Review
ACM	Revista doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil
ad.ex.	<i>ad exemplum</i> , por ejemplo
Adm. Sci. Q.	Administrative Science Quarterly
AIAF	Asociación Española de Intermediarios Financieros, pero a efectos de esta tesis nos referimos en concreto al mercado de renta fija donde se negocian los activos financieros emitidos por empresas privadas, entidades financieras y la Administración Pública, AIAF Mercado de Renta Fija S.A.
AIFMD	Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n° 1060/2009 y (UE) n° 1095/2010
AJUM	Actualidad Jurídica Uría & Menéndez
AGAP	Análisis GA&P
ALMVIF	Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Instrumentos Financieros
Am. Econ. Rev.	The American Economic Review
Am. J. Comp. L.	The American Journal of Comparative Law
Ann. Corp. Gov.	Annals of Corporate Governance
Ann. Rev. Fin. Econ.	Annual Review of Financial Economics

ABREVIATURAS

APLCM	Anteproyecto de Código Mercantil aprobado por el Consejo de Ministros el 30 de mayo de 2014
APD	APD (anteriormente Dirección y Progreso). Revista de la Asociación para el progreso de la dirección
art.	artículo
Aust. J. Manag.	Australian Journal of Management
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BL	The Business Lawyer
Brook. L. Rev.	Brooklyn Law Review
BYU L. Rev.	Brigham Young University Law Review
Cal. L. Rev.	California Law Review
CalPERS	California Public Employees Retirement System
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
CBG	Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas publicado por la CNMV en febrero de 2015
CCom	Código de Comercio
CGIR	Corporate Governance: An International Review
CDC	Cuadernos de Derecho y Comercio
cit.	Citado
CMLJ	Capital Markets Law Journal
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Código Olivencia	Código de buen gobierno contenido en la sección III del Informe Olivencia
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Conn. L. Rev.	Connecticut Law Review

ABREVIATURAS

Contemp. Financ. Dig.	Contemporary Finance Digest
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
Corp. B.	Corporate Board
CUBG	Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas elaborado por el Grupo Especial de Trabajo y publicado en mayo de 2006 y actualizado en junio de 2013 por la CNMV. También se le conoce como Código Conthe
CYELP	Croatian Yearbook of European Law and Policy
Directiva 2017/828	Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo del 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas
Directiva 2007/36	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
Directiva UCITS	Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009 por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DN	Derecho de los Negocios
<i>Dodd-Frank Act</i>	<i>Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act)</i> , Pub. L. No. 111-203, § 619, 124 Stat. 1376, 1620-31 (2010) [codified at 12 U.S.C. § 1851 (Supp. V 2010)]
Duke L. J.	Duke Law Journal
EBLR	European Business Law Review
EBOLR	European Business Organization Law Review
ECGI	European Corporate Governance Institute

ABREVIATURAS

EFM	European Financial Management
EJRR	European Journal of Risk Regulation
ELJ	European Law Journal
El Notario	Revista El Notario del Siglo XXI
EP	Economic Policy
ERISA	Employee Retirement Income Security Act de 1974
ESI	Empresas de servicios de inversión o empresas de servicio y actividades de inversión (según la nueva denominación utilizada en el RD 14/2018)
FM	Financial management
Fordham L. Rev.	Fordham Law Review
Fou. Tren. Fin.	Foundations and Trends in Finance
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
G20	Foro internacional para la cooperación económica, financiera y política compuesto por la Unión Europea y 19 países: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Reino Unido, Rusia, Sudáfrica y Turquía
Geo. L. J.	The Georgetown Law Journal
Geo. Wash. L. Rev.	George Washington Law Review
<i>Glass-Steagall Act</i>	<i>Banking Act</i> de 1933 de los Estados Unidos (Pub. L. N° 73-66, 48 Stat. 162)
GmbH	<i>Gesellschaft mit beschränkter Haftung</i>
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Harv. Bus. Rev.	Harvard Business Review
HDFC	Harvard-Deusto: Finanzas & Contabilidad

ABREVIATURAS

IAGC	Informe anual de gobierno corporativo
IARC	Informe anual sobre remuneraciones de los consejeros
Ibex-35	Es el principal índice bursátil de referencia de la bolsa española formado por las 35 sociedades cotizadas con más liquidez que cotizan en el Sistema de Interconexión Bursátil Electrónico
<i>Ibid.</i>	<i>Ibidem</i> , en el mismo lugar (obra)
ICADE	ICADE. Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales
ICLQ	International & Comparative Law Quarterly
<i>Idem</i>	Mismo autor
IIC	Institución de inversión colectiva
IGOPP	Institute for Governance of Private and Public Organizations
InDret	InDret: Revista para el análisis del Derecho
Informe Aldama	Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y las sociedades cotizadas, redactado por la Comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros y las sociedades cotizadas (Comisión Aldama) y publicado por la CNMV el 8 de enero de 2003
Informe Cadbury	Financial Aspects of Corporate Governance también conocido como el Cadbury Report, Es un informe emitido por el Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance en mayo de 1992
Informe Olivencia	Informe de la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los Consejos de Administración de las Sociedades., redactado por la Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejeros de Administración de las

ABREVIATURAS

Sociedades (Comisión Olivencia) y publicado por la CNMV el 26 de febrero de 1998

INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
ISS	Institutional Shareholder Services
JAE	Journal of Accounting and Economics
JACF	Journal of Applied Corporate Finance
JAF	Journal of Applied Finance
JCL	Journal of Comparative Law
JCCL&SR	Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Econ. Lit.	Journal of Economic Literature
J. Econ. Persp.	Journal of Economic Perspectives
J. Fin.	The Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Fin. Quant. Anal.	Journal of Financial and Quantitative Analysis
J. Fin. Res.	Journal of Financial Research
J.L. & Econ.	Journal of Law and Economics
J.L. & Soc.	Journal of Law and Society
JM	Journal of Management
JMCB	Journal of Money, Credit and Banking
JMG	Journal of Management and Governance
La Ley	La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía

ABREVIATURAS

L. Fin. Mark. Rev.	Law and Financial Markets Review
Ley 31/2014	Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo
Ley 25/2011	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
LECR	Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva
Ley de Transparencia	Ley 26/2003, de 17 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
LIIC	Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva
LIRPF	Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio
LMV	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (derogada)
LOSSEAR	Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras

ABREVIATURAS

LOSSEC	Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito
LPFP	Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones
LSA	Ley de 17 de julio de 1951 sobre régimen jurídico de sociedades anónimas (derogada)
LSC	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital
MAB	Mercado Alternativo Bursitis
MBCA	Model Business Corporation Act
McK. Q.	McKinsey Quarterly
ME	Mediterráneo Económico
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
MiFID I	Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros
MiFID II	Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE
MiFIR	Reglamento (UE) nº 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 648/2012
Minn. L. Rev.	Minnesota Law Review
nº/núm.	Número
N.C. L. Rev.	North Carolina Law Review

ABREVIATURAS

Notre Dame L. Rev.	Notre Dame Law Review
NUL	NUL: Estudios sobre invalidez e ineficacia
NYSE	New York Stock Exchange
N.Y.U. L. Rev.	New York University Law Review
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (en español, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico)
Ohio St. L.J.	Ohio State Law Journal
OPA	Oferta Pública de Adquisición
OPS	Oferta Pública de Suscripción
OPV	Oferta Pública de Venta
pág.	Página
PBFJ	Pacific-Basin Finance Journal
PEE	Papeles de Economía Española
PYME	Pequeña y Mediana Empresa
Q. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
RBME	Revista de Bolsas y Mercados Españoles
RCDI	Revista Crítica de Derecho Inmobiliario
RD	Real Decreto
RDBB	Revista de Derecho Bancario y Bursátil
RD de Transparencia	Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea

ABREVIATURAS

RDGRN	Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado
RD-ley	Real Decreto-ley
RD-ley 21/2017	Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores
RD-ley 14/2018	Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre
RDM	Revista de Derecho Mercantil
RDMV	Revista del Derecho del Mercado de Valores
RDNT	Revista Aranzadi de Derecho y Nuevas Tecnologías
RDP	Revista de Derecho Privado
RdS	Revista de Derecho de Sociedades
RDU	Revista de Derecho de la Uned
RE 2018/1212	Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1212 de la Comisión, de 3 de septiembre, por el que se establecen requisitos mínimos de ejecución de las disposiciones de la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la identificación de los accionistas, la transmisión de información y la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas
REcoF	Revue d'Économie Financière
REF	Revista de Empresa Familiar
REI	Revista de Economía Institucional
Rev. Fin.	Review of Finance
Rev. Fin. Stud.	The Review of Financial Studies

ABREVIATURAS

RGD	Revista General de Derecho
RGDE	Revista General de Derecho Europeo
RIIC	Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva
Riv. Soc.	Rivista delle società
RJUAM	Revista Jurídica de la Universidad Autónoma de Madrid
RLM	Revista Lex Mercatoria
ROSSEAR	Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras
RFPF	Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones
RSC	Responsabilidad social corporativa
Rutgers L. Rev.	Rutgers Law Review
<i>Sarbanes-Oxley Act</i>	<i>Sarbanes-Oxley Act</i> of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 de 30 de julio de 2002
S. C. L. Rev.	South Carolina Law Review
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
SEA	SEA- Practical Application of Science
Seattle U. L. Rev.	Seattle University Law Review
SEC	Securities and Exchange Commission
SEPI	Sociedad Estatal de Participaciones Industriales
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SMJ	Strategic Management Journal
ss.	Siguientes

ABREVIATURAS

SSRN	Social Science Research Network
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
STC	Sentencia del Tribunal Constitucional
STJUE/STJCE	Sentencia del Tribunal de Justicia de Unión Europea. Hasta la entrada en vigor, el 1 de diciembre de 2009, del Tratado de Lisboa su denominación era la de Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (de ahí que hasta esa fecha la referencia sea STJCE).
STS	Sentencia Tribunal Supremo
Syracuse L. Rev.	Syracuse Law Review
Tex. L. Rev.	Texas Law Review
Themis	Themis: Revista de Derecho
Theor. Inq. L.	Theoretical Inquiries in Law
TJUE	Tribunal de Justicia de Unión Europea
TRLMV	Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores
TRLSA	Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de sociedades anónimas (derogada)
TS	Tribunal Supremo
Univ. PA. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
<i>UK Stewardship Code</i>	El <i>UK Stewardship Code</i> fue aprobado en diciembre 2010 y reformado en septiembre 2012 por el <i>Financial Reporting Council</i>
V.	<i>Vide, véase</i>

ABREVIATURAS

Vs.	Versus
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
Va. L. & Bus. Rev.	Virginia Law & Business Review
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Wake Forest L. Rev.	Wake Forest Law Review
Yale J. Reg.	Yale Journal on Regulation
Yale L. J.	The Yale Law Journal

INTRODUCCIÓN GENERAL

Tras más de diez años desde el inicio de la crisis financiera de 2008, muchos aspectos de nuestra economía y de nuestro ordenamiento jurídico financiero han cambiado considerablemente. En concreto, si hiciéramos un retrato hoy de nuestro mercado de valores, y, en particular, de nuestras sociedades cotizadas, y lo comparáramos con el aspecto que estas tenían hace diez años, observaríamos de forma sencilla cómo su volumen de capitalización ha crecido de forma notable, consolidándose cada vez más este mecanismo de financiación para las grandes empresas. Ello también ha supuesto modificaciones sustanciales respecto a los agentes participantes del mercado. De esta forma, en la actualidad, la presencia de inversores extranjeros en el accionariado de las sociedades cotizadas españolas representa más de un 40% del conjunto de accionistas; muchos de ellos además tienen la consideración de inversores institucionales. Si a esto le sumamos la participación de los inversores institucionales de origen nacional, la cifra conjunta supera el 50%.

Estos cambios también han llevado aparejada una transformación en el paradigma de la estructura accionarial clásica de nuestras sociedades cotizadas: parte de las mismas han ido abandonando su tradicional estructura de propiedad incrementándose los porcentajes de *free float*. No obstante, la presencia de inversores institucionales que agrupan a multitud de pequeños inversores no permitirá que se llegue a los volúmenes de dispersión a los que se referían BERLE y MEANS en los años 30 del siglo pasado. En relación con esto último, se ha criticado con carácter general el fomento y la aplicación de herramientas de gobierno corporativo de origen anglosajón en nuestro ordenamiento, debido a que en esos sistemas jurídicos, el accionariado, de forma más frecuente, tiene un mayor grado de dispersión y, por lo tanto, sus problemas son distintos a los que surgían en el seno de nuestras grandes sociedades. Sin embargo, parece que, paulatinamente, con el incremento, aunque sea moderado, de los porcentajes de *free float* en nuestros mercados, va ser necesario encontrar nuevos mecanismos que permitan mejorar el gobierno corporativo del conjunto de nuestras sociedades cotizadas, que actualmente se encuentran a caballo entre aquellos sistemas con presencia de accionistas de control y los sistemas clásicos de dispersión accionarial.

La doctrina mercantilista de finales del siglo XX, tanto a nivel internacional como en nuestro país, consideraba a los inversores institucionales como la herramienta idónea para solucionar los problemas que surgían a raíz de la separación de la propiedad y el control en el seno de las grandes sociedades. En esta línea, en nuestra doctrina y entre otros, podemos destacar los trabajos de TRÍAS SAGNIER o DE PAZ ARIAS. También estudió la presencia de este tipo de inversores en las sociedades cotizadas españolas, desde una perspectiva algo más crítica, GARRIDO GARCÍA, ya entrados en el siglo actual. Sin embargo, estos trabajos hacían referencia a una situación fáctica distinta a la actual, donde la concentración de capitales era mayor, la estructura de financiación estaba más bancarizada y la presencia de los inversores institucionales solo había empezado a surgir. Es por ello por lo que parece necesario realizar una actualización de estas investigaciones para adaptarlas a la situación actual.

El propósito de esta investigación será, por lo tanto, estudiar cuál es hoy en día, el papel que desempeñan los inversores institucionales en nuestras sociedades cotizadas. Para conseguirlo, con carácter previo será necesario, en primer lugar, delimitar qué entendemos por inversor institucional, y, en segundo lugar, comprender cómo actúan estos inversores en su rol como accionistas de las sociedades en las que invierten; conocer si son activos en este papel, y, si es así, qué tipo de acciones llevan a cabo y si estas permiten mejorar el gobierno corporativo de la sociedad.

Esta tesis doctoral, teniendo en cuenta lo expuesto, consta de tres partes diferenciadas. En primer lugar, comienza esta investigación con el estudio del concepto de inversor institucional, el cual, anticipamos, no tiene una definición legal o doctrinal única, sino que, según el momento o el uso que se le vaya a dar, ha contenido unos u otros aspectos distintivos, incluyéndose también diferentes categorías de entidades según fuera el caso. Por consiguiente, a lo largo de este capítulo, se realizará un pormenorizado estudio y análisis del uso de este concepto a lo largo de los años, de forma que podamos alcanzar un concepto unívoco de inversor institucional que recoja las características comunes de aquellas entidades que pueden tener dicha consideración.

A continuación se presenta una descripción de cuál es el escenario de actuación de estos inversores institucionales, que no es otro que las sociedades cotizadas. Para ello, será necesario, no solo tener en cuenta la situación actual de dichas sociedades, sino que deberán estudiarse algunas notas históricas que nos permitan entender su evolución a lo largo del tiempo, aspecto que, a su vez, constituye la base de la normativa societaria

actual. Debido a la problemática habitual que rodea a estas sociedades en relación a la separación de la propiedad y el control, centraremos nuestro análisis del régimen jurídico de las sociedades cotizadas en la materia del gobierno corporativo.

Una vez sentadas las bases de nuestra investigación se presenta el objeto de estudio central de esta tesis: el activismo accionarial de los inversores institucionales en el capítulo III. En concreto, se dedicarán las primeras secciones de este capítulo a la exposición del concepto de activismo accionarial y su evolución histórica. Posteriormente, se incluye un análisis teórico respecto al papel activo de ciertos inversores institucionales, así como a los motivos por los que, a pesar de los estímulos recibidos, algunos de ellos actúan de forma apática, de igual forma que el resto de accionistas minoritarios. La siguiente parte del trabajo recorre los principales instrumentos que pueden utilizar aquellos inversores institucionales más activos y su forma de aplicación. La última sección de este capítulo se centra en analizar aquellos mecanismos concretos que pueden ayudar a reactivar la junta general de accionistas, así como, de qué forma, pueden influir los inversores institucionales en esta materia, sin olvidar hacer mención de aquellos aspectos negativos que pueden surgir a raíz de su intervención.

Teniendo en cuenta que el origen del movimiento de gobierno corporativo y del activismo accionarial se sitúan en Estados Unidos, a lo largo de la presente tesis se incluirá, de forma paralela a la propia investigación referida a nuestro país, un análisis comparativo respecto al sistema jurídico estadounidense. Ello nos permitirá entender cómo se ha producido la evolución de la materia objeto de estudio, así como presentar alternativas a las reglas presentes en nuestro ordenamiento jurídico. Para poder acometer de forma adecuada este trabajo, parte de la investigación desarrollada en esta tesis se llevó a cabo durante una estancia de investigación en el *Law Center* de la prestigiosa *Georgetown University* en Washington D.C.

Para concluir, queremos subrayar que esta tesis tiene como finalidad principal presentar las bases jurídicas del fenómeno de los inversores institucionales, de manera que, al tener un mayor conocimiento de su forma de actuar, sea más fácil adaptar el sistema normativo para tratar de alcanzar un equilibrio entre la regulación de las sociedades cotizadas, y, en particular, sobre el papel de estos inversores en ellas y el derecho a la libertad de empresa que protege nuestra Constitución en su artículo 38. Todo ello debería ayudar a lograr el objetivo último, que no es otro que un mejor gobierno

corporativo en estas grandes sociedades, mitigando al máximo los conflictos y problemas que se producen en su seno. De esta forma aunque sólo sea uno de los múltiples factores que entran en juego, se espera que estas sociedades funcionen de forma más adecuada y consigan maximizar su rentabilidad a largo plazo, aspecto directamente correlacionado con el crecimiento económico de nuestro país.

CAPÍTULO I - LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

1.- Introducción

El éxito del desarrollo económico español, así como del europeo, depende en buena medida de las posibilidades de financiación de sus empresas. En España, las empresas se han financiado tradicionalmente a través de las entidades de crédito, creando un alto nivel de dependencia respecto del sector bancario. Con la llegada de la crisis financiera de 2008,¹ las entidades de crédito se vieron afectadas a nivel mundial reduciendo en buena medida su capacidad de otorgar crédito.² Esta situación colocó en una posición difícil a la gran mayoría de las sociedades españolas,³ haciendo más patente si cabe la necesidad “desbancarizar” el sistema financiero.⁴

¹ A efectos de esta tesis, situaremos el inicio de la reciente crisis financiera en la quiebra de Lehman Brothers Holdings Inc. (en adelante, Lehman Brothers) el 15 de septiembre de 2008. Con un pasivo de 613.000 millones de dólares, la quiebra de Lehman Brothers es considerada la mayor quiebra de la historia hasta el momento. Este banco de inversión venía arrastrando graves problemas desde 2007 con la crisis previa de los créditos *subprime*, unido a una asunción de riesgos excesiva y una gestión deficiente (v. GILSON, R. J.; KRAAKMAN, R., “Market Efficiency after the Financial Crisis: It’s Still a Matter of Information Costs”, *Va. L. Rev.*, 100, 458, 2015, págs. 313-375, págs. 314-315). Debido al mencionado antecedente de la crisis de los créditos *subprime* algunos autores sitúan el inicio de la crisis en el año 2007, pero bajo nuestra opinión esto solo fue uno de los múltiples factores que llevaron a que se desarrollara la gran crisis que hemos vivido. Así, ad.ex. lo considera TAPIA HERMIDA al hablar de los antecedentes de la normativa actual en materia de gobierno corporativo en TAPIA HERMIDA, A. J., *Sociedades anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición*, La Ley, Madrid, 2012, pág. 68. Entre otros, también, MALLIN, C., “Institutional investors: The vote as a tool of governance”, *JMG*, 16, 2, 2012, págs. 177-196, pág. 178.

Debido a las consecuencias que tuvo la quiebra de Lehman Brothers a nivel mundial, con cuantiosas pérdidas en el mercado de valores y grandes devaluaciones respecto a los activos calificados por las agencias de calificación, se desarrolló por la doctrina la teoría del *too big to fail*. Esta teoría centra sus esfuerzos en tratar de contener los riesgos sistémicos de las grandes sociedades. Son riesgos sistémicos tanto por el tamaño de las sociedades que implica, como por las conexiones financieras y de riesgos que tiene con el resto de operadores del mercado. V. COFFEE, JR., J. C., “The political economy of Dodd-Frank: Why financial reform tends to be frustrated and systemic risk perpetuated”, *Cornell L. Rev.*, 97, 5, 2012, págs. 1019-1082, págs. 1056-1062.

² Sobre la situación del sector bancario durante la crisis, v. BANCO DE ESPAÑA, *Informe sobre la Crisis Financiera y Bancaria en España: 2008-2014*, 2017, pág. 87 y ss., consultado el 20 de enero de 2018 en https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/OtrasPublicaciones/Fich/InformeCrisis_Completo_web.pdf.

³ GARCÍA COTO, D. J.; GARRIDO DOMINGO, J., “Financiación no bancaria de la empresa española a través de los mercados capitales”, *ME*, 29, 2013, págs. 193-221, pág. 194.

⁴ De igual forma, la crisis financiera puso de manifiesto la debilidad de los sistemas de supervisión prudencial de las entidades de crédito, así como de las ESIs, que existían hasta ese momento. Los efectos

El legislador, tanto nacional como europeo, siempre ha sido consciente de esta necesidad, y tiene como objetivo sempiterno el desarrollo de un sistema normativo que permita impulsar el mercado de capitales y reducir la fuerte dependencia de las sociedades españolas a la financiación bancaria.⁵ Se ha buscado continuamente una mayor agilidad

de reformas relativamente recientes antes del estallido de la crisis, como es el caso de la *Sarbanes-Oxley Act* (Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 de 30 de julio de 2002), así como el movimiento de codificación en materia de gobierno corporativo, tuvieron un efecto mínimo en las entidades de crédito. Sobre esta cuestión, v. WINTER, J. W., “The Financial Crisis: Does Good Corporate Governance Matter and How to Achieve it?”, *DSF Policy Paper*, nº 14, 2011, págs. 1-15, pág. 6, consultado el 8 de agosto de 2018 en <https://www.ssm.com/abstract=1972057>.

El legislador español consciente de estas deficiencias optó por una doble vía de actuación, por un lado, reducir la dependencia bancaria de la economía y, por otro lado, reformar el sistema actual, dando un mayor impulso a los *gatekeepers* para dar mayor estabilidad al sistema financiero, como se hizo anteriormente con los auditores o los custodios de valores. Fruto de estas medidas surgió, ad.ex. en los Estados Unidos las reformas efectuadas por la *Dodd-Frank Act* o, en Europa, diversas propuestas legislativas como son la aprobación de la AIFMD o la reforma de MiFID I, entre otras. V. PALÁ LAGUNA, R., “Los intermediarios principales en la «banca paralela»: el control de su actividad respecto a los”, en AA.VV., *Shadow banking y financiación empresarial alternativa*, R. Marimón Durá (dir.), Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 27-49, pág. 40.

Buena parte de los requerimientos de información que tenían las sociedades públicas respecto a su contabilidad, auditoría y transparencia, pasaron a imponerse también a las sociedades cotizadas ECHEBARRÍA SAENZ, M., “La responsabilidad del socio por la información solicitada”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 225-241, págs. 229-230.

⁵ Sobre este aspecto, merece la pena hacer referencia a los preámbulos de Ley de 15 de julio de 1952, sobre el régimen jurídico-fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria y del Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio, antecedentes de la regulación sobre IICs actual. En la primera norma, la Ley de 15 de julio de 1952, el legislador destaca que ha “persuadido” al gobierno sobre la conveniencia de estimular y movilizar el ahorro nacional hacia la inversión mobiliaria en la industria siempre necesitada de fondos.

Por otro lado, de los primeros párrafos del Decreto-Ley 7/1964 se extrae rápidamente una importante reflexión: el infradesarrollo del mercado de capitales español no es una cuestión de reciente actualidad, sino que ha sido objeto de interés por parte del legislador desde el desarrollo mismo del moderno sistema económico español hace ya varias décadas. Además, de la lectura de este preámbulo, también se desprende que el legislador es consciente de que la situación económica española desde los años de la posguerra hasta prácticamente ese momento no permitió llevar a la práctica un desarrollo del mercado bursátil que funcionara como una alternativa real a la financiación bancaria. Por último, tampoco era el contexto más adecuado para que se desarrollara la inversión individual o colectiva por parte de particulares o pequeños inversores, aquellos que justo empezaban a superar los problemas económicos derivados de la Guerra Civil, además de años de autarquía y economía dirigida. Sobre esta debilidad de nuestro mercado de capitales ya habló en 1972 TRÍAS FARGAS, R., “Los inversores institucionales en el mercado de valores”, en AA.VV., *Jornadas de estudios sobre el reglamento de bolsines oficiales de comercio*, Facultad de Derecho - Universidad de Valencia, Valencia, 1972, págs. 39-57, págs. 43-45.

y amplitud de funcionamiento para el mercado de valores, sin renunciar a una solidez y transparencia que genere la confianza necesaria para atraer al pequeño ahorrador.⁶

Entre algunas de las medidas recientes destaca, a nivel europeo, la creación de la Unión del Mercado de Capitales, la cual tiene como objetivo facilitar la financiación de las empresas vía mercados de capitales o a través de instituciones financieras no bancarias.⁷ La financiación a través de instituciones financieras no bancarias ha sido desarrollada en nuestro país, ad.ex., a través de la aprobación de la normativa sobre las entidades de capital-riesgo.⁸ También destacan medidas como la puesta en marcha en

⁶ Además, muchos economistas han venido a demostrar que solo mediante el desarrollo de los mercados de capitales se consiguen efectos positivos en el crecimiento empresarial y en la economía en su conjunto. V. SHEN, C.; LEE, C., “Same Financial Development Yet Different Economic Growth: Why?”, *JMCB*, 38, 7, 2006, págs. 1907-1944, págs. 1907, 1940-1941. Estos autores incluso señalan que el desarrollo del mercado bancario podría ser negativo para el crecimiento económico. Por su parte, LANGFIELD, S.; PAGANO, M., “Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth”, *EP*, 31, 85, 2016, págs. 51-106, págs. 75, 94 también señalan la correlación negativa existente entre el crecimiento económico (tomando como referencia el PIB nacional) y el ratio existente entre la financiación bancaria y del mercado de capitales. Los autores de este trabajo apuntan a un posible desarrollo excesivo de los sistemas bancarios europeos y su especial vinculación con la financiación de viviendas.

Esta vía de financiación a través del mercado de valores también consigue mejores resultados a la hora de promover la innovación y la productividad, así como la financiación de nuevas fuentes de crecimiento. V. BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE), “Financial Integration in Europe”, *Annual Report on Financial Integration in Europe*, May, 2018, pág. 65, consultado el 20 de agosto de 2018 en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.financialintegrationineurope201805.en.pdf>.

En esta línea, y centrándonos en el objeto de estudio de esta tesis, también existen correlaciones entre la mejora del gobierno corporativo así como la participación de inversores institucionales en las sociedades en las que invierten y su crecimiento económico, especialmente respecto al desarrollo de innovaciones en el contexto empresarial. V. AGHION, P.; VAN REENEN, J.; ZINGALES, L., “Innovation and institutional ownership”, *Am. Econ. Rev.*, 103, 1, 2013, págs. 277-304, págs. 2, 35-36; SAPRA, H.; SUBRAMANIAN, A.; SUBRAMANIAN, K. V., “Corporate Governance and Innovation: Theory and Evidence”, *J. Fin. Quant. Anal.*, 49, 4, 2014, págs. 957-1003, pág. 36.

⁷ MUÑOZ PÉREZ, A. F., “La Unión Europea del Mercado de Capitales: hacia un modelo de financiación basada en el mercado”, *La Ley Mercantil*, 14, 2015, págs. 1-19, págs. 1-2. Sobre esta cuestión, v. la Comunicación de la Comisión sobre el *Plan de acción para la creación de un mercado de capitales* (EUROPEAN COMMISSION, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the «Action plan on building a capital markets union», de 30 de septiembre de 2015) y la Comunicación de la Comisión sobre la *revisión intermedia del plan de acción para la unión de los mercados de capitales* (EUROPEAN COMMISSION, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the «Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan», de 8 de junio de 2017).

⁸ Sobre esta nueva normativa, v. TAPIA HERMIDA, A. J., “La reforma de la regulación de la inversión colectiva mediante la Ley 22/2014 y el Real Decreto 83/2015”, *RDMV*, 16, 2015, págs. 1-42, pág. 4.

2013 del Mercado Alternativo de Renta Fija, que junto al Mercado Alternativo Bursátil buscan ofrecer dos alternativas de financiación basadas en el mercado de capitales.⁹

La cotización en la Bolsa española no deja de ser una alternativa más para las grandes sociedades, opción en la cual, son los accionistas los proveedores de financiación de las sociedades emisoras. Obviamente no es una opción nueva, pero no hay que olvidar que tradicionalmente la proporción de financiación vía mercado de capitales de nuestras empresas era reducida frente a su penetración en economías de nuestro entorno.¹⁰

Centrándonos en concreto en los sujetos objeto de estudio de esta tesis podemos afirmar que, a pesar de los excelentes porcentajes de participación de inversores institucionales en otras economías, o incluso de inversores institucionales en nuestro mercado bursátil, lo cierto es que la intervención de los inversores institucionales de origen nacional es reducida.¹¹ Sin embargo, a pesar de esta realidad, tradicionalmente la

⁹ GARCÍA COTO, D. J.; GARRIDO DOMINGO, J., “Financiación no bancaria...”, cit., págs. 201-203.

¹⁰ BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), “Contra el déficit de financiación: más mercado”, *RBME*, 3r trim, 2012, págs. 28-43, págs. 30-40, consultado en https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/4664_Contra_el_déficit_de_financiación_más_mercado. De esta forma podemos señalar que el porcentaje de financiación bancaria de las empresas españolas alcanzaba el 70% aproximadamente en 2012, frente al 25% en los Estados Unidos (PALÁ LAGUNA, R.; CUERVO ARANGO, C., “Alternativas a la financiación bancaria en el nuevo régimen de fomento de la financiación empresarial: el acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores. Las plataformas de financiación participativa”, en AA.VV., *Anuario Capital Riesgo de 2014*, Madrid, 2015, págs. 83-113, págs. 86-90).

Sin embargo, con las medidas que se han ido tomando en los últimos años para reducir la dependencia del mercado del crédito de nuestras sociedades cotizadas, parece que estas van teniendo efecto en los mercados. De forma que, en el último informe de BME sobre la financiación de las grandes sociedades se indica que la proporción de la financiación bancaria ha conseguido llegar a representar solo un tercio de los pasivos financieros de las sociedades cotizadas, cuando hace siete años se situaba en más del 50% (BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), *Financiación de las grandes cotizadas - Informe 2017*, consultado el 20 de julio de 2018 en https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5294_La_estructura_de_la_financiación_de_las_grandes_cotizadas_s_e_acerca_al_modelo_anglosajés).

¹¹ En el año 2016 la participación de los inversores extranjeros en la Bolsa se sitúa en un 43,1%, de los cuales la mayoría pueden encuadrarse como inversores institucionales. A ellos les siguen las familias españolas que retienen un 23,4% de participación. La participación de empresas no financieras fue de 20,1%, mientras que la participación de entidades de inversión colectiva, aseguradoras y otras entidades financieras distintas de las de crédito se redujo hasta el 7,4%. La Administración Pública sube hasta situarse en un 3%, mientras que las entidades de crédito presentan un mínimo histórico con un 3% de la propiedad de las acciones. Por último, cabe señalar que el conjunto de los inversores institucionales españoles apenas supera el 10%. Datos extraído de BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), *Propiedad de acciones españolas cotizadas de 2016*, consultado el 20 de enero de 2018 en <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios->

doctrina española, siguiendo la estela de los académicos estadounidenses, ha confiado en estos accionistas para impulsar la reactivación de las juntas generales de accionistas.¹² En esta tesis vamos a estudiar si la influencia de los inversores institucionales va más allá de la mera participación en la capitalización de nuestras sociedades cotizadas y si se puede afirmar que estos son un elemento para la renovación del órgano de representación de la voluntad de los accionistas, la junta general de accionistas o, si por el contrario, no se puede esperar tanto de estos accionistas. Para ello tendremos, en primer lugar, que analizar qué se entiende por inversor institucionales en una sociedad cotizada, aspecto del que tratará este capítulo.

2.- Breve descripción de la figura del accionista

Para poder definir que es un inversor institucional a los efectos del Derecho de sociedades, primero debemos situarlo como accionista de una sociedad. La condición de socio, accionista en el caso de las sociedades anónimas, se evidencia con carácter general a través de la titularidad de las acciones, ya estén representadas por medio de título ya como anotación en cuenta.¹³

Publicaciones/Documento/5267_Propiedad_de_acciones_españolas_cotizadas_2016__Nuevo_récord_de_los_inversores_extranjeros_con_el_43_1_.

¹² Obras clásicas en nuestra doctrina al respecto de esta afirmación son las de GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Studia Albornotiana - Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia, Zaragoza, 2002; TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno de las Grandes Sociedades*, McGraw Hill, Madrid, 1998. Aunque con anterioridad ya se había tratado sobre estos inversores en nuestra doctrina, podemos destacar DE PAZ ARIAS, J. M., “Los inversores institucionales como medio de resolución del conflicto de intereses entre administradores y accionistas en la sociedad abierta”, *RDBB*, 60, 1995, págs. 857-919; SAN SEBASTIÁN FLECHOSO, F. G., *El gobierno de las sociedades cotizadas y su control*, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1996; TAPIA HERMIDA, A. J., “Institutional Investors and Corporate Control in Spanish Perspective”, en AA.VV., *Institutional Investors and Corporate Governance*, B. Theodor, R.M. Buxbaum, K.J. Hopt, Walter de Gruyter, Berlin, 1994, págs. 399-464. En el mundo de la economía los estudios sobre inversores institucionales como sujetos clave en el accionariado de las sociedades cotizadas llegaron con anterioridad a nuestro país, así podemos hacer mención a trabajos ya en los años 70, como es el caso de DELANNEY, L., “Las nuevas técnicas de inversión -inversores institucionales- y las bolsas”, en AA.VV., *Lecturas sobre bolsa*, M.A. Vallvé-Ribera de Hortalá (coord.), Ministerio de Hacienda e Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1977, págs. 377-392; TRÍAS FARGAS, R., “Los inversores institucionales en el mercado de valores”, cit., págs. 46-50.

¹³ Tal y como se recoge en el art. 91 de la LSC, son las acciones las que confieren la condición de socio. Por todos, sobre la acción como conjunto de derechos, v. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Artículo 48”, en AA.VV., *Comentario al Regimen Legal de las Sociedades Mercantiles*, R. Uría González, A. Menéndez Menéndez, M. Olivencia Ruiz, vol. 1, Tomo 4, Civitas, Madrid, 1994, págs. 97-246, pág. 98 y ss.

La posición de socio atribuye una igualdad de derechos dentro de la “democracia” societaria.¹⁴ De esta forma, dentro de la misma clase de acciones, los accionistas tienen los mismos derechos proporcionalmente a su participación.¹⁵ Sin embargo, este régimen teóricamente democrático, con el tiempo ha ido perdiendo esa configuración en pos de una suerte de oligarquía,¹⁶ dónde una parte de los miembros de la sociedad, los administradores o un grupo reducido de accionistas, prevalecen sobre el resto de accionistas, controlando de facto la sociedad por su cuenta.¹⁷ Un sistema, dónde incluso los porcentajes de participación en el capital social dejan de ser directamente proporcionales al peso específico que se ejerce en la junta.¹⁸

¹⁴ V. GARRIGUES, J., *Nuevos hechos, nuevo Derecho de sociedades anónimas*, Revista de Derecho Privado, Madrid, 1933, pág. 23.

¹⁵ En este punto es imprescindible entender que la posición jurídica del socio se basa en el principio de paridad de trato: los socios, o accionistas en nuestro caso, son iguales si hay igualdad de circunstancias, prohibiéndose el trato desigual y arbitrario si no hay un fundamento que lo justifique. Sin embargo, las circunstancias pueden ser distintas, y por tanto los derechos y obligaciones de los socios varían en esos casos (art. 97 LSC: “La sociedad deberá dar un trato igual a los socios que se encuentren en condiciones idénticas”). De esta forma, la primera diferencia que puede surgir será en cuanto a la proporcionalidad de la participación de los mismos una vez la sociedad ya está fundada. V. GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades*, Marcial Pons, Madrid, 1976, pág. 294.

Sobre el principio de paridad de tratamiento, por todos, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Artículo 49”, en AA.VV., *Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles*, R. Uría González, A. Menéndez Menéndez, M. Olivencia Ruiz, vol. 1, Tomo 4, Civitas, Madrid, 1994, págs. 247-286, págs. 258-274.

¹⁶ Sobre la transformación de la junta general de un régimen democrático a un régimen, según varios autores, plutocrático, una suerte de oligarquía de los más pudientes, hablaremos más adelante al tratar la crisis de la junta general de accionistas en el epígrafe 9.2. del capítulo III.

¹⁷ Esta cuestión hace referencia al problema de agencia sobre el que trataremos al estudiar el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Entre nosotros, el Prof. GARRIGUES se anticipó a la hora de señalar los clásicos problemas de agencia (GARRIGUES, J., *Nuevos hechos...*, cit., pág. 55 y ss).

Tradicionalmente, por todos, para tratar el problema de agencia y su tesis sobre la separación de la propiedad y control es referencia necesaria la obra de BERLE, A. A.; MEANS, G. C., *The modern corporation and private property*, McMillan, New York, 1932. Desde una perspectiva actualizada y desarrollada de forma comparativa entre distintos ordenamientos sobre los diferentes niveles de problema de agencia que pueden darse, encontramos: un primer nivel entre accionistas y administradores, un segundo nivel entre accionistas de control y accionistas de no control y, por último, un tercer nivel entre accionistas y terceros vinculados contractualmente. En términos generales, ARMOUR, J.; HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R., “Agency Problems and Legal Strategies”, en AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*, 3ª Ed., Oxford University Press, Oxford, 2017, págs. 29-47, págs. 29-31.

¹⁸ Así, el Prof. EISENBERG recordaba que el derecho societario no está articulado sobre la base del principio un hombre-un voto sino respecto al principio una acción-un voto, de forma que se desmitifica la democracia societaria. Asimismo critica la idea de la existencia de un accionista medio en el estudio de los derechos derivados de las acciones, pues no es lo mismo un accionista con un porcentaje que le permita tomar

Fruto de esta crisis del principio de igualdad de los accionistas surgieron las diversas tipologías de accionistas, según los diferentes derechos asociados a cada una de ellas. Entre ellos, en primer lugar, se encuentran los pequeños accionistas o accionistas minoritarios; y por otro lado se encontrarían los accionistas mayoritarios o de control.¹⁹

Centrándonos en los pequeños accionistas, a la vista de su incapacidad para ejercer algún tipo de control societario, su falta de información y, en algunos casos, de conocimientos técnicos para poder gestionar correctamente y de forma diversificada sus carteras de inversión, fueron requiriendo el asesoramiento y los servicios de profesionales de la inversión para gestionar correctamente sus ahorros (teniendo en cuenta los beneficios de la diversificación de riesgos, entre otros). Estos profesionales se encargarían, de esta manera, de agrupar pequeños capitales de ahorradores individuales para alcanzar grandes volúmenes de capital que les permitan lograr una inversión más diversificada, rentable y con menores riesgos.²⁰

De este modo acabó dividiéndose en dos clases diferenciadas de accionistas dentro de la gran masa de accionistas sin capacidad de control: los accionistas institucionales y

decisiones en el seno de la junta general de accionistas que los derechos que pueda tener un accionista medio que tiene un porcentaje prácticamente simbólico (EISENBERG, M. A., “The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decisionmaking”, *Cal. L. Rev.*, 57, 1, 1969, págs. 1-181, págs. 44-46).

En nuestro Derecho, sobre la atribución de derechos diferentes a las diferentes clases de acciones, v. CAMPUZANO, A. B., “La tutela de las clases de acciones en la sociedad anónima”, en AA.VV., *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*, M.J. Morillas Jarillo, P. Perales Viscasillas, L.J. Porfirio Carpio, (dirs.), Universidad Carlos III de Madrid, Getafe, 2015, págs. 592-613, págs. 595-600.

¹⁹ La tipificación en nuestro Derecho de la figura de los accionistas minoritarios surge fundamentalmente como medida de protección frente a los posibles abusos de la mayoría respecto de estos accionistas. V. DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., *Tutela de la minoría. Impugnación de acuerdos lesivos*, Universidad de Valladolid, Valladolid, 1957, págs. 2-10.

²⁰ En general podemos hablar del recurso a los inversores institucionales por parte del pequeño inversor para cubrir esa necesidad. Algunos de los vehículos utilizados para este fin pueden ser los fondos de inversión, pero también será habitual la utilización de fondos de pensiones, ya que el carácter de inversión a largo plazo no suele ser un problema para estos pequeños inversores (QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y su incidencia en la estructura accionarial de las grandes corporaciones”, en AA.VV., *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas (Cuadernos de Derecho para Ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) R. Mateu de Ros (coord.), vol. 9, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2011, págs. 25-45, pág. 30).

los accionistas individuales.²¹ Sin embargo, con el tiempo, algunos de estos accionistas institucionales fueron adquiriendo mayor control, más involucración en la gestión de las sociedades en las que invierten, por lo que se fueron distanciando cada vez más de los accionistas minoritarios para convertirse en un tipo en sí mismos.²² A continuación trataremos con más detenimiento las diferentes clases de accionistas presentes en las sociedades, especialmente en el caso de las sociedades cotizadas de forma que podamos señalar cuales son las principales diferencias entre ellas.

3.- Tipología de los accionistas en el Derecho positivo español

Creemos que la mejor forma de iniciar una aproximación a la definición de inversor institucional pasa necesariamente por recordar someramente algunas de las clasificaciones de accionistas recogidas en nuestro Derecho positivo, de forma que al incluirlos en cada una de esas clasificaciones podamos extraer algunas de sus características.

Debemos anticipar en primer lugar que en esta tesis únicamente vamos a analizar los tipos de accionistas presentes en las sociedades cotizadas españolas. Hay que tener en cuenta que los accionistas de las cotizadas presentan en muchas ocasiones niveles de información e intereses diferentes de los que puedan tener los accionistas de otros tipos de sociedades.²³

Con carácter general, dentro del Derecho societario, podemos clasificar los diferentes tipos de accionistas atendiendo a tres criterios. La primera clasificación toma

²¹ DE URQUIJO Y DE LA PUENTE, J. L.; CRESPO DE LA MATA, A., *El consejo de administración. Conducta, funciones y responsabilidad financiera de los consejeros.*, Ediciones Deusto, Bilbao, 1998, pág. 556.

²² Sobre este progresivo abandono de la tradicional pasividad de los accionistas minoritarios por parte de algunos de estos accionistas institucionales, v. RONCERO SÁNCHEZ, A., “Los inversores institucionales y el denominado «gobierno corporativo»”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, G. Esteban Velasco (coord.), Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 665-705, págs. 683-684. Es más, este autor llega a definir a los que en adelante denominaremos como inversores institucionales como “*accionistas en tránsito a accionistas de control*”, ya que no solo irán tomando mayores posiciones para solicitar un mayor cumplimiento de las normas de gobierno corporativo, sino también para imponer sus propias normas de conducta en una suerte de toma de control (*Ibid.* págs. 685 y 689).

²³ Una de las claves en la diferenciación en los tipos de accionistas se encuentra en su interés para formar parte del proceso de toma de decisiones en el seno de la sociedad, según ROSE, P.; SHARFMAN, B., “Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance”, *BYU L. Rev.*, 5, 2014, págs. 1015-1051, pág. 115. Aspecto que presenta mayor variabilidad en relación con las grandes sociedades.

en consideración la clase de acciones suscritas, en la segunda clasificación se tiene en cuenta el volumen de inversión, es decir, el porcentaje de participación en el capital social, mientras que la tercera clasificación diferenciará a los accionistas según el plazo de su inversión. Adicionalmente hemos incorporado la clasificación de los accionistas que se recoge en nuestro Derecho del mercado de valores.

3.1.- Clasificación de los accionistas en virtud de la clase de acciones

En virtud de esta primera clasificación, los accionistas se diferenciarán según los derechos que otorga cada clase de acciones. De acuerdo con nuestra LSC, se puede distinguir entre los derechos individuales ordinarios, es decir, aquellos derechos inherentes a toda acción sin tener en cuenta su clase; y los derechos específicos de determinadas clases de acciones.²⁴ Así podemos distinguir diversas clases de acciones: por un lado tenemos las acciones ordinarias y, frente a ellas, las acciones que otorgan algún derecho especial, denominadas acciones no ordinarias o privilegiadas.²⁵ Entre las acciones no ordinarias encontramos las acciones sin voto, aquellas que otorguen algún privilegio especial al socio y las acciones rescatables.²⁶

²⁴ Sobre las clases de acciones y los diferentes derechos atribuibles a cada clase, por todos, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Artículo 49”, cit., pág. 258 y ss. Más recientemente, v. CAMPUZANO, A. B., “La tutela de las clases de acciones”, cit., pág. 596 y ss.

²⁵ Actualmente la normativa sobre diversidad de derechos se encuentra en el art. 94 LSC. Así, el art. 94.2 recoge la posibilidad de crear acciones privilegiadas y, por su parte, los arts. 98 a 102 regulan el régimen de las acciones sin voto.

²⁶ En cuanto a las acciones rescatables y acciones privilegiadas, es referencia ineludible SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Sociedad anónima modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, McGraw-Hill, Madrid, 1999, pág. 3-65 (rescatables) y 67-84 (privilegiadas) También sobre las acciones privilegiadas y en especial sobre las “acciones de oro” es obra de referencia TAPIA HERMIDA, A., “Entre la proscripción y la justificación del mantenimiento de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares» por el estado, directa o indirectamente, en «empresas privatizadas», *RDBB*, 127, 2012, págs. 35-102.

Sobre las acciones sin voto destaca sin duda la obra de uno de los mejores juristas mercantiles de nuestro tiempo, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., *¿Dividendos a cambio de votos? (contribución al estudio de la conversión de acciones con voto en acciones sin voto)*, McGraw-Hill, Madrid, 1996. Trabajo en el que expone el régimen jurídico de este tipo de acciones y su función y aplicabilidad en nuestro ordenamiento. No obstante, a modo de respuesta a este trabajo, en la obra que acabamos de citar al inicio de esta nota, el Prof. SÁNCHEZ ANDRÉS critica la forma “chapucera” [sic.] de la regulación de las acciones sin voto y la dudosa utilidad de las mismas (SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Sociedad anónima modelo...*, cit., págs. 78-84). Este mismo autor también tratará las acciones sin voto en SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “A proposito de un caso de transformación temporal de acciones ordinarias en preferentes sin voto, con opción de recuperarlo”, *RCDI*, 613, 613, 1992, págs. 2495-2522.

Sin embargo, en esta investigación únicamente vamos a considerar la titularidad de acciones ordinarias por cuanto que son las que principalmente van a poseer los inversores institucionales.²⁷ Además, en cualquier caso, el concepto legal de clase de acciones no puede confundirse con la posición subjetiva de los accionistas.²⁸

3.2.- Clasificación de los accionistas en virtud del porcentaje de participación

En cuanto a la clasificación según el tipo de inversión que realizan los accionistas, podemos observar que en las sociedades cotizadas figuran dos grandes tipos de accionistas, los accionistas de control o referencia y los accionistas inversores (o minoritarios, como generalmente se les conoce). Esta clasificación es más propia de los sistemas societarios de Europa continental donde frente a estructuras de propiedad dispersa típica de los países anglosajones, tenemos un sistema de propiedad concentrada,²⁹

Son también obras de referencia sobre acciones sin voto los trabajos de ALONSO ESPINOSA, F. J., “Tratamiento Estatutario de las Acciones Sin Voto en una Sociedad Cotizada”, *RdS*, 42, 2014, págs. 221-234; FARRANDO MIGUEL, I., “Las acciones sin voto y el valor del derecho de voto (pequeña contribución a la crítica de las acciones sin voto).”, *RDM*, 206, 1992, págs. 767-798; MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.; BELTRÁN SÁNCHEZ, E., “Las acciones sin voto (arts. 90 a 92)”, en AA.VV., *Comentario al Regimen Legal de las Sociedades Mercantiles*, R. Uría González, A. Menéndez Menéndez, M. Olivencia Ruiz, vol. 1, Tomo 4, Civitas, Madrid, 1994, págs. 391-452.

²⁷ Las acciones privilegiadas están ya de por sí poco extendidas en el mercado español, por lo que es poco probable que sean el tipo de acciones que posean los inversores institucionales, v. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Sociedad anónima modelo...*, cit., pág. 79.

²⁸ Y es que incluso para acciones de la misma clase y negociadas por el mismo precio atribuirán posteriormente diferente nivel de control al adquirente según la participación que adquiera, ya que algunos derechos, como es bien sabido, depende del porcentaje de participación que el accionista en particular detente. V. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Las cláusulas de «blindaje societario», con especial referencia a las sociedades cotizadas”, *AAMN*, 33, 1994, págs. 29-53, pág. 41.

²⁹ También denominado *blockholder system*, y dentro del cual a los accionistas de control también se les suele conocer como *blockholders*. Sobre este concepto en la literatura internacional, v., entre otros muchos, EDMANS, A., “Blockholders and Corporate Governance”, *Ann. Rev. Fin. Econ.*, 6, 1, 2014, págs. 23-50, pág. 41; GORDON, J. N., “Convergence and Persistence in Corporate Law and Governance”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 28-55, págs. 29, 51-53 y, de forma más general, en ARMOUR, J.; ENRIQUES, L.; HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R., “The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class”, en AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*, 3a Ed, Oxford University Press, Oxford, 2017, págs. 49-78, págs. 72-76.

en los cuales un grupo reducido de accionistas son a la vez propietarios y gestores societarios.³⁰

3.2.1.- Accionistas de control

Los accionistas de control suponen una suerte de accionista dominante, similar a la acepción de sociedad dominante dentro de un grupo de sociedades (tal y como se define en el art. 42 CCom). Son aquellos socios que tienen una representación accionarial suficiente para controlar los órganos societarios. Este tipo de accionistas son lo que entre la doctrina internacional se conoce como *blockholders*, unos accionistas que invierten un volumen mayor del habitual en las sociedades o que por medio de diferentes acuerdos consiguen controlar al menos en la sociedad participada.³¹

³⁰ V. GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 41; GILSON, S. C., “Bankruptcy, boards, banks, and blockholders. Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default”, *J. Fin. Econ.*, 27, 2, 1990, págs. 355-387, pág. 386; TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 24. Estos autores consideraban que habitualmente en Europa continental y, en particular en nuestro país, la figura central de estos accionistas de control eran los bancos, los cuales eran a la vez los principales financiadores de la sociedad así como los principales accionistas. Sin embargo, bien sea por las políticas de control dirigidas hacia las entidades financieras o por un cambio en la estructura de financiación de las sociedades cotizadas tal y como hemos comentado al inicio del capítulo, lo cierto es que cada vez son menos las sociedades cotizadas españolas controladas por bancos. Aun así podemos señalar del Ibex-35, ad.ex. el caso de Cellnex donde Criteria Caixa (parte del conglomerado financiero de Caixabank) tiene un 5% de participación, Merlin Properties donde el Banco Santander tiene un 22,27% de participación y dos consejeros dominicales, Gas Natural donde Criteria Caixa tiene un 24,44% y cuatro consejeros dominicales o Telefónica donde BBVA tiene un 5,17% de participación y dos consejeros dominicales así como Caixabank con un 5,01% y un consejero dominical. A nivel de participación internacional también tenemos el caso de Amadeus, donde Deutsche Bank tiene un 4,85% de participación sin que haya nombrado consejeros dominicales.

En realidad en nuestro país destacaban (y aun destacan en cierta medida), de igual o mayor forma que las entidades de crédito, la presencia de grupos familiares como accionistas de control o incluso del Estado, de manera similar a como ocurre en Italia (ARMOUR, J. Y OTROS, “The Basic Governance Structure...”, cit., págs. 72-73; RUGGIERO, E., “Italy”, en AA.VV., *The Legal Basis of Corporate Governance in Publicly Held Corporations. A Comparative Approach*, A.R. Pinto, G. Visentini, (eds.), Kluwer Law International, The Hague - London - Boston, 1998, págs. 79-110, págs. 81-82).

Hoy en día, si bien se mantienen como *blockholders* algunas familias e incluso entidades de crédito, como acabamos de mencionar, la verdad es que cada vez hay más variedad de inversores institucionales con participaciones significativas y, en especial, de los *hedge funds* (SÁEZ LACAVE, M. I.; GUTIÉRREZ URTIAGA, M., “Los retos del gobierno corporativo de las sociedades controladas”, *PEE*, 151, 2017, págs. 33-46, pág. 33).

³¹ Sobre esta definición, v. BARKER, R.; CHIU, I. H. Y., “Protecting minority shareholders in blockholdercontrolled companies: Evaluating the UK’s enhanced listing regime in comparison with investor protection regimes in New York and Hong Kong”, *CMLJ*, 10, 1, 2015, págs. 98-132, págs. 100-101; EDMANS, A., “Blockholders and Corporate Governance”, cit., pág. 24; MATEESCU, R.-A., “Institutional Investors and Corporate Governance”, *SEA*, III, 1 (7), 2015, págs. 369-374, pág. 370.

Serán accionistas de control por definición los accionistas mayoritarios y aquellos accionistas significativos que tengan la capacidad de controlar en cierta medida el consejo de administración o influir en la toma de acuerdos societarios. Tradicionalmente, la literatura considera que es necesaria una participación de al menos un 5% para poder convertirse en un accionista con suficiente peso e influencia en la sociedad.³² No obstante, en el Derecho positivo, y desde la óptica del mercado de valores, aplicando los principios de transparencia, este porcentaje se debería situar en el 3%.³³

La presencia de este tipo de accionistas de control puede suponer una gran ventaja para la sociedad cotizada por cuanto este tipo de accionistas estará más capacitado para ejercer las funciones de control del órgano de administración o, todo lo contrario, puede

³² Así se recogía tradicionalmente en EDMANS, A., “Blockholders and Corporate Governance”, cit., pág. 25; GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 114; TRÍAS SAGNIER, M., “Inversores Institucionales, OPAs y «Corporate Governance»”, *HDFC*, 39, 2001, págs. 12-20, pág. 15.

³³ La legislación, así como actualmente la doctrina, consideran como accionista significativo aquel accionista titular de al menos un 3% del capital social ya sea directa o indirectamente o a través de acuerdos o pactos con otros accionistas. Sin embargo, algunos de los derechos de los accionistas requerirán un porcentaje de participación mayor para ser ejercidos ya que la LSC vincula ciertos derechos a la titularidad de un 5% o superior, salvo en el caso de las sociedades cotizadas, que en esos supuestos se entenderá que se refiere a un 3% en virtud del art. 495.2.a) LSC. V. MATEU DE ROS CEREZO, R., “Principio de igualdad de trato de los accionistas conforme a la Ley 3/2009: Accionistas significativos, derechos políticos y representación proporcional”, *RDMV*, 5, 2009, págs. 1-32, págs. 1, 5.

Sobre esta cuestión, el art. 23 del RD de Transparencia (Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado español o en otro mercado regulado de la Unión Europea) regula, entre otras cuestiones, el régimen de notificación por el accionista al emisor sobre la adquisición o cesión de participaciones significativas. El umbral mínimo de comunicación se sitúa en el 3%. A partir de ese umbral, todo accionista que adquiera o transmita acciones que atribuyan derecho de voto en un emisor cuyo estado de origen sea España, de forma que alcancen, superen o reduzcan los diferentes umbrales en dicho artículo reseñados, deberá comunicar este hecho al emisor y a la CNMV.

En el caso de que el sujeto obligado tenga su residencia en un paraíso fiscal, el umbral de notificación desciende al 1% y sus sucesivos múltiplos, en virtud del art. 32 del RD de Transparencia y la Circular 8/2015, de 22 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos de notificación de participaciones significativas, de los consejeros y directivos y sus vínculos estrechos, de operaciones del emisor sobre acciones propias, y otros modelos, y otros modelos. Además, se incluyen una serie de excepciones que se detallan en el art. 33 del reseñado RD, entre las que se incluye aquellos “*que posean acciones en su condición de intermediarios financieros que presten el servicio de administración y custodia de valores, siempre que sólo puedan ejercer los derechos de voto inherentes a dichas acciones con instrucciones formuladas, por escrito o por medios electrónicos*”. Sobre esta cuestión, v. PALÁ LAGUNA, R., “La extensión del deber de comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas a los casos de disociación entre el derecho de voto y la titularidad de la acción y el ejercicio abusivo del empty voting”, *RdS*, 43, 2014, págs. 227-253, pág. 232 y ss.

suponer un problema por cuanto se puede generar un nuevo problema de agencia y ser el foco de nuevos conflictos de interés con el resto de accionistas si únicamente velan por sus propios intereses y no por los de la sociedad en su conjunto.³⁴

Por su parte, GARRIDO GARCÍA divide a los accionistas de control en tres grupos en virtud de su participación: los accionistas mayoritarios, los de control minoritario (o minoritarios de control) y el núcleo duro o accionistas a largo plazo.³⁵ Los primeros reseñados, los accionistas mayoritarios, se considera que son aquellos accionistas titulares de más de la mitad de las acciones con derecho de voto de la sociedad. Esta situación debería ser poco habitual en el mercado,³⁶ ya que es poco deseable en las sociedades cotizadas.³⁷

³⁴ MATEU DE ROS CEREZO, R., “Principio de igualdad de trato...”, cit., pág. 2.

³⁵ GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 112-119.

³⁶ No obstante, aún existen supuestos de sociedades cotizadas españolas, incluso del Ibex-35, que tienen accionistas mayoritarios, como es el caso de Aena, en la cual la entidad pública Enaire, entidad pública española gestora de la navegación aérea de España y el Sahara Occidental, tiene un 51% de las acciones de la sociedad. Un caso similar es el de Bankia, en la cual el FROB, es decir, el Estado indirectamente, tiene una participación mayoritaria en dicha entidad bancaria. Asimismo, fruto de una OPA en 2007, Enel mantiene aún a día de hoy un 70% de las acciones de Endesa. Por su parte Inditex sigue en manos principalmente de su fundador, Amancio Ortega, que directa o indirectamente alcanza casi un 60% de las acciones de dicha empresa textil, y Acciona está controlada por la familia Entrecanales (con una participación indirecta de un 56%). De forma similar, la compañía audiovisual Mediaset, tiene como accionista mayoritario indirectamente a través de la matriz italiana, a Silvio Berlusconi algo más de un 50% de las acciones. De forma parecida ocurre en la sociedad Siemens-Gamesa, en la cual la alemana Siemens Aktiengesellschaft tiene un 59% de participación en la sociedad, fruto de la fusión realizada en 2016 por Gamesa Corp. y Siemens Wind Power. En cuanto a la compañía aseguradora Mapfre, esta presenta un tipo de estructura piramidal en el que Cartera Mapfre, S.L.U., filial de Fundación Mapfre tiene el 67,71% de las acciones de la sociedad. Sin alcanzar dicho porcentaje, también Caixabank presenta una estructura parecida ya que Fundación Bancaria la Caixa posee un 40% indirectamente de la entidad de crédito.

³⁷ La presencia de este tipo de accionistas supone una reducción considerable de los derechos de los accionistas minoritarios. Para este tipo de accionistas será bastante fácil aprovecharse de su posición para obtener ventajas económicas y alcanzar objetivos de carácter privativo, es decir, tienden a expropiar parte de los beneficios sociales al resto de accionistas (v. SÁEZ LACAVE, M. I., “Blindajes, Control Minoritario y la Regla una Acción-un Voto”, *InDret*, 1, 2011, págs. 1-48, págs. 5-6). En algunos casos, los accionistas mayoritarios simplemente utilizaran los activos y ganancias de la compañía de controlan, trasladándolos a su propio patrimonio, lo que se conoce como “*tunneling*”, una expropiación a los minoritarias (JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A., “Tunneling”, *Am. Econ. Rev.*, 90, 2, 2000, págs. 22-27, pág. 22; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “Anatomía del deber de lealtad”, *AJUM*, 35, 2015, págs. 43-65, pág. 46). Esto generará nuevos problemas de agencia debido a los conflictos de interés que surgirán entre los accionistas minoritarios y los accionistas mayoritarios, incluso respecto al resto de accionistas de control (JIANG, Y., “Corporate Governance Across Institutional Contexts”, 2006, págs. 5-6).

En un segundo escalón, GARRIDO GARCÍA sitúa a los accionistas de control minoritario (o minoritarios de control), situación mucho más habitual en el mercado bursátil español, así como en otros países de nuestro entorno. Se trata de aquellos socios con una participación inferior a la mitad pero que en ausencia de un socio mayoritario pueden ejercer el control de la sociedad, es decir, ejercen una influencia notable sobre la sociedad.³⁸ En el supuesto de sociedades cotizadas con un nivel de *free float* alto y sin la presencia de un accionista mayoritario, estos accionistas actuaran prácticamente como estos primeros en el seno de dichas sociedades. Para conseguir alcanzar este control mayoritario estos accionistas suelen utilizar diferentes tipos de mecanismos indirectos como pueden, sistemas de voto múltiple o estructuras piramidales o con participaciones cruzadas.³⁹ También puede observarse la utilización de pactos parasociales en materia de voto o de representación en el consejo de administración para alcanzar un control mayoritario.⁴⁰ Por último, también pueden utilizar restricciones estatutarias relativas a la propiedad o el ejercicio del derecho de voto para alcanzar sus objetivos de control.⁴¹

³⁸ GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 67.

³⁹ La utilización de estructuras piramidales y de participaciones cruzadas permite generar estructuras accionariales que no respetan los principios de proporcionalidad una acción un voto, de forma que permite a ciertos accionistas tener un control mayoritario que directamente no tienen (ADAMS, R.; FERREIRA, D., “One Share-One Vote: The Empirical Evidence”, *Rev. Fin.*, 12, 1, 2008, págs. 51-91, págs. 65-70). Por un lado, las estructuras piramidales consisten en una sociedad que controla a su vez una o varias sociedades e incluso en niveles inferiores a través de sociedades participadas. Este tipo de estructuras permite a la sociedad controladora tener acceso a información o controlar sociedades en niveles inferiores aunque su propiedad nominal sea bastante pequeña (LOSADA LÓPEZ, R., *Activismo e Ingeniería Financiera: Implicaciones para el Gobierno de las Empresas y sus Accionistas*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, 2007, pág. 17). Por su parte, en las estructuras con participaciones cruzadas son dos o más sociedades las que comparten recíprocamente la titularidad de sus acciones (BURKART, M.; LEE, S., “The One Share - One Vote Debate: A Theoretical Perspective”, *ECGI Working Paper Series in Finance*, nº 176, 2007, págs. 1-65, págs. 327-328, consultado el 30 de mayo de 2016 en http://ssrn.com/abstract_id=987486).

⁴⁰ SÁEZ LACAVE, M. I., “Blindajes, Control Minoritario...”, cit., pág. 6.

⁴¹ Como puede ser limitar la asistencia y el voto a la tenencia de un número mínimo de acciones o impedir que un solo socio pueda emitir votos por encima de cierto umbral, aspecto que tuvo cobertura legal durante un periodo de tiempo en el art. 105.2 LSA. Con la aprobación de la LSC pasó a recogerse de forma general en el art. 188.3 LSC, pero prohibido para el caso de las sociedades cotizadas en el art. 527 LSC (anteriormente el art. 515 LSC). V. RECALDE CASTELLS, A., “Reflexiones en relación con la directiva sobre los derechos del socio en las sociedades cotizadas y su incorporación al derecho español”, en AA.VV., *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas. El proceso de adaptación de la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas en España e Italia.*, N. Abriani y J.M. Embid (dirs.), A. Empanza Sobejano y J. Boquera Matarredona (coords.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2011, págs. 39-74, págs. 45-46; SÁEZ LACAVE, M. I., “¿Por qué prohibir las restricciones del derecho de voto?”, *InDret*, 2, 2010, págs. 1-31, págs. 1-4.

Por último, GARRIDO GARCÍA añadía un nuevo subtipo, el accionista núcleo duro, a largo plazo o también llamado por la doctrina internacional, *relational investors*.⁴² Se trata de aquellos accionistas que, con una participación minoritaria, sin que su principal intención sea la de controlar la sociedad, tienen como objetivo generar valor a largo plazo con su inversión. Permiten afianzar el crecimiento de la sociedad a largo plazo, pues mantienen sus participaciones de forma duradera, ejerciendo ocasionalmente el control sobre la gestión social, pero sin que se produzcan expropiaciones a los accionistas minoritarios tan habitualmente como en los casos anteriores.⁴³ En algunos casos, los

El establecimiento de restricciones en el número de votos que se pueden emitir tradicionalmente es considerado como una herramienta anti-OPA por su capacidad para diluir el control. (HANSMANN, H.; PARGENDLER, M., “The evolution of shareholder voting rights: Separation of ownership and consumption”, *Yale L. J.*, 123, 4, 2014, págs. 948-1013, págs. 143-144). Con el tiempo, la utilización de esta medida fue desapareciendo de los diferentes ordenamientos conforme fueron aumentando de tamaño los mercados de capitales y se dio mayor prioridad a la protección de los derechos de los inversores minoritarios (*Ibid.* pág. 159).

⁴² GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 116-119; MATHESON, J. H.; OLSON, B. A., “Corporate Law and the Longterm Shareholder Model of Corporate Governance”, *Minn. L. Rev.*, 76, 6, 1992, págs. 1313-1392, págs. 1313-1315. Hay que señalar que TRÍAS ya recogía anteriormente en nuestra doctrina la existencia de estos “núcleos duros” pero sin exponerlo como un subtipo específico. Principalmente reveló su existencia en las empresas privatizadas y normalmente formado por entidades financieras (TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 130-131, 284, 354 y 386; “Inversores Institucionales, OPAs...”, cit., pág. 15).

⁴³ Sobre esta cuestión, v. GILSON, R. J.; KRAAKMAN, R., “Investment Companies as Guardian Shareholders: The Place of the MSIC in the Corporate Governance Debate”, *Stan. L. Rev.*, 45, 1, 1992, págs. 985-1010, págs. 986-987; ROE, M. J., *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton, 1994, pág. 233.

Más recientemente, BHAGAT, S.; BLACK, B. S.; BLAIR, M. M., “Relational investing and firm performance”, *J. Fin. Res.*, 7, 1, 2004, págs. 1-30, págs. 1-3. En este trabajo sus autores estudian si el desempeño de las compañías estadounidenses podría mejorar si tuvieran *relational investors* en sus grandes sociedades, es decir, accionistas que tuvieran grandes participaciones en las sociedades en las que invierten, de forma similar a como ocurre en varios países de Europa. Estos inversores controlarían activamente el desempeño del equipo de administración y dirección y mantuvieran el contacto con el órgano de administración para mejorar las políticas corporativas. Sin embargo, los resultados de este estudio empírico no permite afirmar que estos *large-block shareholders* vayan a ser siempre mejores monitores ni que ayuden a implementar mejoras en el gobierno corporativo de las sociedades en las que invierten (*Ibid.* pág. 28). De esta conclusión se podría llegar a extrapolar las consecuencias que tendría “utilizar” a los inversores institucionales de esta forma.

Y es que no toda la doctrina está de acuerdo con esta visión positiva respecto de estos inversores, y suelen considerar que estos accionistas núcleo duro también pueden desencadenar conflictos de intereses como el resto de accionistas de control. Además, su efectividad también dependerán del tipo de inversor que esté detrás, según, entre otros. FISCH, J. E., “Relationship investing: Will it happen? Will it work?”, *Ohio St. L.J.*, 55, 5, 1994, págs. 1009-1048; ROMANO, R., “Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation A Market Approach to Securities Regulation”, *Yale L. J.*, 107, 1998, págs. 2359-2430, págs. 2416-2417. Según esta última autora, pocos inversores, salvo en cierta medida Warren Buffet, están

inversores institucionales actúan de esta forma, especialmente aquellos tipos de inversores que tienen como objetivo mantener las inversiones durante un mayor periodo de tiempo. Aunque, históricamente, el régimen jurídico aplicable les impedirá que ocurra de forma generalizada, limitando que concentren demasiado poder muchos de estos inversores.⁴⁴

Entre las sociedades cotizadas españolas aun en muchos casos están controladas por uno o varios accionistas. Habitualmente estos accionistas de control pueden estar formados por un núcleo familiar⁴⁵ (como es el caso de Acciona y la familia Entrecanales),⁴⁶ el Estado (como es el caso de Bankia), por un accionista minoritario de control (como es el caso de Bankinter, donde Jaime Botín tiene un 23% pero de facto controla la entidad de crédito) o incluso por un único accionista mayoritario (como es el caso de Amancio Ortega en Inditex). Si bien ha ido aumentando el nivel de *free float*, aún son pocas las sociedades cotizadas españolas con el capital ampliamente diversificado y donde no se pueda distinguir una cabeza entre el accionariado.

3.2.2.- Accionistas inversores o inversores minoristas

El segundo tipo de accionistas según su porcentaje de participación es el “gran grupo de accionistas”, los accionistas inversores, que incluye a la gran masa de accionistas sin influencia directa en la gestión de la sociedad.⁴⁷ También se conoce a este tipo de

dispuestos a actuar correctamente en su posición “relacional”, es más, también son pocos los accionistas con los que la administración estará dispuesta a trabajar para mejorar el funcionamiento de la empresa.

⁴⁴ GORDON, J. N., “Institutions as relational investors: A new look at cumulative voting”, *Colum. L. Rev.*, 94, 1, 1994, págs. 124-192, págs. 127, 130. Más recientemente y, especialmente sobre los efectos para el gobierno corporativo del mantenimiento de la inversión durante periodos de tiempo más prolongados, v. DOMBALAGIAN, O. H., “Can Borrowing Shares Vindicate Shareholder Primacy?”, *Univ. Calif. Davis L.Rev.*, 42, 2009, págs. 1231-1313, pág. 1249.

⁴⁵ En algunos casos, estas familias solo buscan el prestigio asociado a la salida a bolsa, por eso el *free float* que mantienen es bastante pequeño (GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 112).

⁴⁶ La familia Entrecanales tiene más de un 56% de Acciona a través de sociedades holandesas interpuestas (Tussen de Granchten, B.V. y WIT Europese Investerings B.V.) con el objetivo de evitar el régimen fiscal nacional respecto al cobro de dividendos.

⁴⁷ La expresión “accionistas inversores” parece recoger mejor las características de estos accionistas, incidiendo en su carácter inversor, que la expresión “accionistas minoritarios” o *retail investors*. Pero, debido a que la legislación habitualmente utiliza la segunda expresión utilizaremos de forma más general esta segunda expresión para referirnos a aquellos accionistas que no tienen interés o capacidad para influir en la vida societaria. Como hemos anticipado *supra*, en las sociedades cotizadas con un gran ratio de dispersión en su capital es posible que un accionista o conjunto de accionistas con una participación

accionistas como *free float* o capital flotante o de libre circulación.⁴⁸ Son accionistas circunstanciales, que adquieren acciones como parte de su estrategia inversora; habitualmente sin interés ni capacidad para influir en la gestión de la sociedad de la que participan.⁴⁹ La doctrina también suele hacer referencia a ellos únicamente como “inversores”, omitiendo la referencia accionista y de esta forma destacando su carácter de socio sin control societario y limitando la utilización del término “accionista” a aquellos que realmente actúan como propietarios de la sociedad y participan de su devenir y no únicamente de sus beneficios.⁵⁰ Estos inversores, a su vez, pueden diferenciarse entre personas física, denominados más habitualmente como inversores individuales, y personas jurídicas o entidades sin personalidad jurídica pero que actúan de forma similar (como son los fondos), a los que algunos llaman, de forma muy general, inversores institucionales.⁵¹

relativamente pequeña pueda tener una posición de control, los llamados accionistas minoritarios de control.

⁴⁸ Se trata de todo ese accionariado disperso con participaciones cuyo valor no les permiten ejercer ningún tipo de control. Son los accionistas que aportan liquidez al mercado y los que participan en la fijación de los precios de cotización debido a su mayor volatilidad. Sobre este tipo de accionistas y el proceso de cotización (*flotation*), v. LONDON STOCK EXCHANGE, *A Practical Guide to Listing*, 2002, pág. 23, consultado el 1 de septiembre de 2018 en <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/listing/float/practical-guide-to-listing.pdf>.

⁴⁹ Ya en 1933, el Prof. GARRIGUES, diferenciaba entre accionistas-empresarios, como aquellos que buscan controlar y gestionar la sociedad; y los accionistas-inversores, que son meros partícipes de la sociedad (GARRIGUES, J., *Nuevos hechos...*, cit., págs. 66-71). Sobre esta cuestión v. también GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 120-122; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “La Junta General en la encrucijada”, en AA.VV., *La Junta General de las Sociedades de Capital*, F. Rodríguez Artigas, I. Farrando Miguel, F. González Castilla, R. Tena Arregui, (coords.), Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, págs. 19-37, pág. 30; RONCERO SÁNCHEZ, A., “Asistencia y representación en las Juntas Generales”, en AA.VV., *La Junta General de las Sociedades de Capital*, F. Rodríguez Artigas, I. Farrando Miguel, F. González Castilla, R. Tena Arregui, (coords.), Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, págs. 37-59, pág. 38; TRÍAS SAGNIER, M., “Inversores Institucionales, OPAs...”, cit., pág. 15.

⁵⁰ V. GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 121. Por su parte, también TAPIA los caracteriza como aquellos accionistas que son conscientes de su insignificancia dentro del ámbito del control societario, por lo que al invertir en una sociedad adoptan una posición pasiva y ausente dentro de la junta general de accionistas, siempre teniendo en cuenta que los inversores institucionales podrían superar este papel (TAPIA HERMIDA, A. J., “Institutional Investors and Corporate...”, cit., pág. 419). También se señala, respecto a esta clase de accionistas, la falta de *affectio societatis* en el inversor medio, que únicamente busca conseguir acciones por debajo de un precio ajustado al valor real, para venderlas a un precio mayor y así optimizar su inversión (SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Las cláusulas de...”, cit., pág. 40).

⁵¹ En realidad, entre los inversores individuales no solo deberíamos tener en cuenta a las personas físicas, sino también a algunas personas jurídicas de carácter no financiero ni profesionales, ya que a la hora de invertir estas segundas actúan prácticamente de la misma forma que una persona física.

En algunos casos se establece un mínimo de *free float* para poder cotizar en algunas bolsas, es decir, un porcentaje mínimo de presencia de este tipo de accionistas. Así, por un lado, el NYSE requiere un mínimo de un 25% mientras la bolsa de Singapur solo requiere un 10%.⁵² Nuestro ordenamiento fija que toda sociedad que empiece a cotizar debe hacerlo con una distribución suficiente, es decir, por regla general, con un *free float* mínimo del 25%.⁵³

3.3.- Clasificación de los accionistas en virtud del plazo de su inversión

Otra clasificación clásica pone el acento en el horizonte temporal de las inversiones de estos accionistas. De esta manera, podemos distinguir entre inversores *cortoplacistas* e inversores con una visión a largo plazo en la cotizada.⁵⁴

Dentro de los accionistas a largo plazo situaríamos a todos aquellos interesados en la gestión de la sociedad o que tienen como política de inversión el mantenimiento de la inversión a largo plazo.⁵⁵ Sin duda en este grupo se encuentran los accionistas de control, que generalmente tendrán una gran vinculación con la sociedad; pero también habrá un gran volumen de accionistas inversores que tienden a mantener una cartera de inversión

Asimismo, en algunos momentos es posible encontrar el término inversor institucional siendo utilizado de forma genérica para referirse a la aquellos inversores que no sean personas físicas, es decir, sociedades, fondos, etc., pero el término más correcto sería “accionista o propietario institucional” o “accionista persona jurídica” según sea el caso, ya que no se trata de verdaderos inversores institucionales canalizando la inversión de terceros. Sobre esta cuestión destaca el trabajo de KÜBLER, F., “Institutional Investors and Corporate Governance: A German Perspective”, en AA.VV., *Institutional Investors and Corporate Governance*, B. Theodor, R.M. Buxbaum, K.J. Hopt, Walter de Gruyter, Berlin, 1994, págs. 565-580, pág. 567.

⁵² BARKER, R.; CHIU, I. H. Y., “Protecting minority shareholders...”, cit., págs. 106-107.

⁵³ En virtud del art. 9.7 del RD 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales (actualmente mercados regulados), de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, aunque puede autorizar excepciones en aquellos casos que se garantice un grado de liquidez suficiente.

⁵⁴ ROSE, P.; SHARFMAN, B., “Shareholder Activism as...”, cit., pág. 128.

⁵⁵ En este punto debemos matizar lo afirmado *supra*, pues no todos los accionistas que mantienen su participación a largo plazo tienen una vinculación con la sociedad. Así ad.ex. muchos accionistas individuales mantienen durante mucho tiempo en su cartera acciones por la expectativa de recibir dividendos pero no por ello tienen ningún compromiso con la gestión de la sociedad. Sobre la diferencia entre accionistas a largo plazo con o sin vinculación v. MATHESON, J. H.; OLSON, B. A., “Corporate Law...”, cit., pág. 1322.

bastante invariable en el tiempo.⁵⁶ Si bien normalmente estos accionistas no tendrán un participación de suficiente entidad para ejercer control societario, si presentan un fuerte compromiso con la sociedad. En algunos casos, de forma individual, apoyarán a la sociedad financiera o técnicamente, sea mediante acuerdos con el órgano de administración o con los accionistas mayoritarios. También es habitual que estos accionistas se agrupen entre ellos para apoyar medidas de mayor calado como puede ser un proyecto empresarial distinto al que se esté realizando hasta el momento.⁵⁷

En cuanto a los inversores cortoplacistas habitualmente se resalta su interés por realizar negocios que les generen beneficios rápidamente. Suelen analizar que empresas están infravaloradas en los mercados regulados para tomar sus decisiones de inversión. Entre las pocas iniciativas que suelen llevar a cabo este tipo de inversores, se incluye el presionar para conseguir el reparto de dividendos en vez de reinvertir los beneficios en la sociedad o votar a favor de negocios que claramente les pueden suponer una alta rentabilidad individual, pero que pueden llegar a implicar el desmantelamiento de la sociedad, como podría ser aceptar una fusión con una empresa competidora. No suele importarles que estas actuaciones puedan no ser las más idóneas para la viabilidad de la sociedad a largo plazo ya que principalmente buscan su rentabilidad individual a corto plazo. Una vez las acciones alcancen su valor objetivo, desinvertirán rápidamente.⁵⁸

⁵⁶ Incluso en algunos casos se señala que esta especial vinculación forma parte de su objetivo de inversión, v. GILSON, R. J.; KRAAKMAN, R., “Investment Companies...”, cit., pág. 998 y 1010. Este es el caso ad.ex. de Berkshire Hathaway, de Warren Buffet, cuyo modelo de negocio se centra en la inversión a largo plazo.

Sobre la denominación de estos accionistas, algunos autores los denominan accionistas “núcleo duro”, como ya nos hemos referido *supra* (como utilizan GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 116-119; MATEU DE ROS CEREZO, R., “Principio de igualdad de trato...”, cit., pág. 2). Mientras que otros los denominan “inversores comprometidos” o *relational investors* en terminología inglesa (TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 12, 23 y 226; USEEM, M., *Investor Capitalism*, John Wiley & Sons, Nueva York, 1996, pág. 6).

⁵⁷ Entre las distintas medidas que pueden adoptar encontramos principalmente el uso de pactos parasociales, pactando el sentido del voto o bloqueando decisiones del equipo de dirección o, de forma más informal, mediante la utilización de las asociaciones de accionistas (GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 117).

⁵⁸ Su especial interés por la evolución de la cotización de los valores en los que invierten hace que algunos autores los denominen especuladores o *stock gamblers*. V. MANNE, H. G., “Our two corporation systems: Law and economics.”, *Va. L. Rev.*, 53, 2, 1967, págs. 259-284, pág. 267. Sobre la posible influencia que pueden ejercer como mecanismo de control de mercado, v. HAZEN, T. L., “The short-term/long-term dichotomy and investment theory: implications for securities market regulation and corporate law”, *N.C. L. Rev.*, 70, 1, 1991, págs. 137-207, pág. 178 y ss.

Tradicionalmente se suelen incluir a muchos de los inversores institucionales bajo esta categoría, especialmente a los *hedge funds*.⁵⁹ Sin embargo, esta concepción reduccionista ha sido superada ya por varios de autores, incluso para el caso de los *hedge funds*. Así, para el caso de ciertos *hedge funds*, en múltiples ocasiones se ha podido comprobar cómo estos inversores institucionales mantienen su presencia a largo plazo.⁶⁰

⁵⁹ Destaca el trabajo de los profesores KAHAN y ROCK en el que señalan a los *hedge funds* como el arquetipo de inversor cortoplacista, V. KAHAN, M.; ROCK, E. B., “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, *Univ. PA. L. Rev.*, 155, 5, 2007, págs. 1021-1093, pág. 1083. Entre las múltiples referencias sobre esta materia podemos citar también ANABTAWI, I.; STOUT, L. A., “Fiduciary Duties for Activist Shareholders”, *Stan. L. Rev.*, 60, 5, 2007, págs. 1255-1308; LIPTON, M., “Bite the Apple; Poison the Apple; Paralyze the company; wreck the economy”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2013, consultado el 10 de octubre de 2014 en <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/02/26/bite-the-apple-poison-the-apple-paralyze-the-company-wreck-the-economy/>.

En nuestro entorno, pero sin utilizar una terminología tan estricta y sin quitarles todos los estigmas a los que habitualmente se hace referencia respecto a estos inversores, v. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.; TAPIA HERMIDA, A. J., “Fondos de inversión alternativo (Hedge funds) crisis y regulación. Verdades y mentiras.”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil (UCM)*, 72, 2013, págs. 1-61, pág. 30 y ss., consultado el 30 de mayo de 2018 en <https://eprints.ucm.es/19908/>.

⁶⁰ Sobre el activismo en los inversores institucionales de forma general v., entre otros, BELCREDI, M.; ENRIQUES, L., “Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: the Case of Italy”, *ECGI Working Paper Series in Law*, nº 225, 2013, págs. 1-55, pág. 3, consultado el 24 de febrero de 2017 en http://ssrn.com/abstract_id=2325421; CHUNG, K. H.; ZHANG, H., “Corporate Governance and Institutional Ownership”, *J. Fin. Quant. Anal.*, 46, 1, 2011, págs. 247-273; GILLAN, S. L.; STARKS, L. T., “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, *JACF*, 19, 2007, págs. 55-73.

Uno de los primeros trabajos en poner en duda la reiterada miopía que se consideraba sufrían los *hedge funds* fue el de BEBCHUK, L. A.; BRAV, A. P.; JIANG, W., “The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism”, *Colum. L. Rev.*, 115, 5, 2015, págs. 1085-1156, pág. 1093 y ss.

Por otro lado, sobre el activismo vía *wolf packs*, del que hablaremos en el capítulo III, que no deja de ser una opción de participación y una visión menos cortoplacista de estos inversores, v. COFFEE, JR., J. C.; PALIA, D., “The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance”, *Ann. Corp. Gov.*, 1, 1, 2016, págs. 1-94, pág. 11 y 28 y ss.

Otros autores que esgrimen argumentos a favor de que los inversores institucionales, y en particular sobre los *hedge funds*, señalando que pueden tener una visión a largo plazo son (sin ánimo de exhaustividad) BRIGGS, T. W., “Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis”, *J. Corp. L.*, 32, 4, 2007, págs. 681-738, pág. 709 y ss; CHEFFINS, B. R.; ARMOUR, J., “The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds”, *J. Corp. L.*, 37, 1, 2011, págs. 51-103, pág. 55; KATELOUZOU, D., “Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence”, *Va. L. & Bus. Rev.*, 7, 3, 2013, págs. 459-511, pág. 461 y ss; ROSE, P.; SHARFMAN, B., “Shareholder Activism as...”, cit., págs. 128-131. En nuestro entorno, si bien no de forma tan directa: ENGRÁCIA ANTUNES, J., “Fondos de inversión libre y derecho de sociedades”, *RDBB*, 113, 2009, págs. 7-54, pág. 35 y ss; GARCÍA MARTÍNEZ, L. M., “La influencia de la inversión de los hedge funds en las sociedades en las que invierten”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil (UCM)*, 76, 2013, págs. 1-25, pág. 9 y ss, consultado el 14 de mayo de 2018 en <https://eprints.ucm.es/21187/>.

Hay que tener en cuenta que estos inversores, a pesar de que su interés inicial pueda ser la desinversión en el corto plazo, teniendo en cuenta que su principal interés no es el plazo de la inversión sino la rentabilidad de la misma, puede que en determinadas ocasiones prefieran mantenerla durante un periodo mayor. Esto ocurre, ad.ex., cuando los valores tienen un bajo grado de liquidez o ante descensos pronunciados en la cotización: en esos casos es posible que estos *hedge funds* decidan mantener por un periodo más largo su participación en la sociedad.

También se señala que, aunque algunos inversores institucionales sigan manteniendo una política de inversión cortoplacista ello no quiere decir que su actuación no tenga una influencia positiva a largo plazo en la sociedad. Y es que, aunque la venta de su participación se realice en el corto plazo, el valor de las acciones en el momento de la desinversión se verá influido por los flujos futuros, flujos de capital que están directamente relacionados con el correcto funcionamiento de la sociedad en el largo plazo. De modo que a los inversores también les afectará cual sea la evolución de la sociedad en el futuro a la hora de decidir el momento de la desinversión y, por tanto, también les preocupará actuar correctamente. Por último, se ha comprobado empíricamente que el periodo medio de tenencia de las acciones por parte de inversores institucionales no era tan corto como ciertos autores argumentaban hasta el momento.⁶¹

3.4.- Clasificación de los accionistas según el Derecho del mercado de valores

Además de la perspectiva estrictamente societaria, también se pueden clasificar a los accionistas por su influencia en la sociedad desde la perspectiva del Derecho del mercado de valores.

Una primera aproximación teórica los diferencia por su papel dentro del mercado a la vista de sus intereses dentro de la propia sociedad en la que invierten o su influencia en el gobierno corporativo de ésta. Teniendo esto en cuenta, algunos autores los clasifican según el mayor o menor acceso a la información financiera, vinculándolo a su capacidad de influir en la fijación del precio de cotización y por la forma en la que toman sus

⁶¹ De forma resumida v. BEBCHUK, L. A. Y OTROS, “The Long-Term Effects...”, cit., pág. 1093 *et passim*; ROSE, P.; SHARFMAN, B., “Shareholder Activism as...”, cit., pág. 130.

decisiones a la hora de invertir.⁶² Se trataría de una simple clasificación de los participantes del mercado que, a los efectos de esta tesis, no nos es de especial utilidad. En nuestra opinión, es más relevante diferenciar si los participantes tienen en cuenta el desempeño y ejecución de las sociedades en las que invierten, ya que ese aspecto sí influirá en la evolución de su inversión, incluso en la propia evolución de la sociedad en la que invierten, más que en su forma de tratar la información disponible.

Por otro lado encontramos la clasificación que se desprende de la normativa del mercado de valores. No hay que olvidar que el principal objetivo de la regulación del mercado de valores es proteger a los inversores que llevan sus ahorros al mercado con los riesgos que tiene este hecho aparejados, siendo estos inversores habitualmente la parte más débil y desinformada respecto al resto de sujetos del mercado (emisores, intermediarios, etc.).⁶³

Con el objetivo de definir los correspondientes niveles de protección respecto de estos participantes, el texto del TRLMV presenta dos clasificaciones por las que se diferencia entre tipos de inversores y tipos de clientes, a los sujetos que actúan en el mercado adquiriendo y enajenando valores.⁶⁴ En primer lugar, atendiendo a que se trata

⁶² Técnicamente podemos distinguir entre *insiders*, *information traders*, *liquidity traders*, *noise traders*, y *market makers*. Los *insiders* son aquellos que obtienen información privilegiada debido a su inclusión en la empresa. Además, tienen la capacidad de dar valor a esta información y utilizarla en su beneficio. Los *information traders* no tienen acceso directo a la compañía, pero están dispuestos a poner los recursos necesarios para, con la información disponible públicamente, poder tomar decisiones de inversión razonadas. En cuanto a los *liquidity traders* no utilizan ni evalúan la información disponible, no utilizan recursos en ese aspecto y por ello es habitual que simplemente repliquen índices bursátiles. Los *noise traders* actúan irracionalmente siguiendo rumores o simples corazonadas. Finalmente los *market makers* son profesionales que realizan gran volumen de operaciones de compra y venta y simplemente actúan como respuesta a las contraofertas que aparecen en el mercado. Para más información, v. GOSHEN, Z.; PARCHOMOVSKY, G., “The Essential Role of Securities Regulation”, *Duke L. J.*, 55, 4, 2006, págs. 711-782, págs. 722-726.

⁶³ V. el tratamiento de la figura del inversor en los trabajos de SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “El inversor: aproximación a la figura”, en AA.VV., *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, J.C. Sainz de Albizu, F. Oleo Banet, A. Martínez Flórez, (eds.), Thomson Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2008, págs. 527-533, pág. 527; IDEM, “La protección del inversor en el mercado de capitales”, en AA.VV., *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, J.C. Sainz de Albizu, F. Oleo Banet, A. Martínez Flórez, (eds.), Thomson Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2008, págs. 535-551, pág. 547 y ss.

⁶⁴ Así lo recoge también TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho del Mercado Financiero*, Iustel, Madrid, 2015, pág. 337. El autor incluye una tercera categoría, el consumidor o usuario, pero que no será relevante para nuestro estudio pues los inversores institucionales, en principio, no van a encajar en esta categoría. No obstante, frente a esta tercera categoría, para SÁNCHEZ ANDRÉS un inversor no podría tener la consideración como consumidor, por mucho que exista una vinculación entre la legislación de consumo

de sujetos que adquieren valores negociables o instrumentos financieros se pueden distinguir diferentes tipos de inversor⁶⁵ según el tipo de conocimientos y la formación financiera que tengan.⁶⁶ En segundo lugar, según cómo actúan los inversores en el mercado, y teniendo en cuenta que para intervenir en el mercado, es decir, adquirir o enajenar valores, estos inversores lo harán a través de intermediarios financieros, podemos hablar de diferentes tipos de clientes de los intermediarios.⁶⁷

y la del mercado de valores. V. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “El inversor: aproximación a la figura”, cit., pág. 527.

⁶⁵ Realmente el TRLMV utiliza el término inversor de una forma más genérica de la que vamos a utilizar nosotros. Para el TRLMV inversor puede ser cualquier persona física o jurídica que adquiere valores o instrumentos financieros (no solo acciones cotizadas, también pueden ser otros productos como es la renta fija), v. TAPIA HERMIDA, A. J., “Institutional Investors and Corporate...”, cit., pág. 421. Este autor recoge diversas referencias de la utilización, por parte del legislador, de este concepto de inversor “en general” (actualizado a la nueva TRLMV), en concreto, podemos resaltar las siguientes: en el art. 17.2 TRLMV sobre la función de la CNMV relativa a la protección a los inversores y la correcta formación de los precios mediante la promoción de la difusión de la información necesaria. También en el art. 30.3 TRLMV sobre la representación de los inversores como consejeros en el comité consultivo de la CNMV. De igual modo, se recoge esta interpretación del concepto de inversor al tratar las posibles excepciones a la obligación de publicar folleto en las ofertas públicas de venta o suscripción de valores según la naturaleza y número de los inversores a los que va destinada la oferta (art. 34.2 TRLMV) o para exceptuar total o parcialmente los requisitos para la admisión a cotización de los valores (art. 36.3 TRLMV). También sobre cómo el folleto deberá permitir a los inversores evaluar la información que contiene a la hora de decidir si invierten o no en los valores (art. 37 TRLMV).

De forma similar ocurre con algunos aspectos sobre la negociación de instrumentos financieros en mercados regulados, ahora recogidos en RD-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores. El organismo rector del mercado regulado podrá suspender o excluir de negociación un instrumento financiero cuando pueda causar un perjuicio grave a los intereses de los inversores así como al funcionamiento ordenado del mercado (art. 20.1 RD-ley 21/2017) utilizando de forma amplia el concepto de inversor. De igual forma podrá acordarlo la CNMV respecto aquellos mercados regulados sujetos a su supervisión para proteger a los inversores (art. 21.1 RD-ley 21/2017). Esta materia será previsiblemente regulada en adelante por el Proyecto de Ley núm. expte. 121/000017 de fecha 16 de febrero de 2018 de medidas urgente para la adaptación del Derecho española a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores, actualmente en tramitación en el Congreso de los Diputados, en sus arts. 21 y ss. En cuanto a la revocación o suspensión de la autorización de negociación (arts. 161 y 162 TRLMV) también se realizará en aras a la protección de los “inversores”, en general.

⁶⁶ El sistema de protección de los inversores en nuestro Derecho es un tipo de protección preventiva. Consiste principalmente en la presentación de un folleto en el que se define el objeto del contrato junto a una serie de documentación justificativa (informes financieros, cuentas anuales, la auditoría de cuentas, entre otros). Sistema en el cual la CNMV tiene el papel de revisar que dicha documentación cumple con los requisitos establecidos y recoge la información necesaria para que los inversores puedan alcanzar por ellos mismos una decisión fundada respecto a su posible inversión. V. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La protección del inversor...”, cit., pág. 547.

⁶⁷ Actualmente esta clasificación se encuentra en los arts. 203 y ss. del TRLMV, preceptos que son fruto de la transposición de la MiFID I en esta materia. A diferencia del régimen de protección para los distintos

3.4.1.- Tipos de inversores

Se considerarán inversores, según la interpretación que vamos a darle en esta tesis, a aquellas personas físicas o jurídicas que adquieren valores negociables o instrumentos financieros,⁶⁸ y cuyo nivel protección se basa en el régimen de información a la que pueden tener acceso. Esta primera clasificación se realiza para determinar el nivel de protección que debe otorgarse a cada tipo de inversor, entendiéndolos como destinatarios de las ofertas públicas de suscripción o venta.⁶⁹

Los inversores a su vez se pueden clasificar, *ex* TRLMV, en cualificados y particulares.⁷⁰ La definición de inversor particular se realiza de forma negativa, siendo aquellas personas físicas y jurídicas que no tengan la condición de inversores cualificados.⁷¹ Este criterio deriva del art. 35 TRLMV, en donde se establece la no necesidad de publicación de folleto informativo en emisiones u ofertas públicas de venta cuando la oferta se dirija a inversores cualificados, así como del art. 39 del RD 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio,

tipos de inversores, especialmente en materia de información y transparencia, la regulación respecto a la protección que deben prestar los intermediarios a sus clientes es relativamente reciente. El legislador europeo, consciente de la asimetría de información que existía entre los clientes y estos proveedores de servicios, estableció una serie de requerimientos a la hora de prestar los servicios según el tipo de cliente de que se trate (KRUIHOF, M.; GERVEN, W., “A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID”, *Ghent University Financial Law Institute*, WP n°7, 2010, págs. 3-4, consultado el 2 de septiembre de 2018 en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1622682).

⁶⁸ Sobre el concepto legal de instrumento financiero, v. art. 2 TRLMV, el cual se remite a su vez al nuevo Anexo incorporado a esta norma a raíz del RD-ley 14/2018. En concreto, sobre los valores negociables y, particularmente las acciones de sociedades, estas quedan recogidas en el apartado a).1º del mencionado Anexo.

⁶⁹ DE CARLOS BERTRÁN, L., *Regimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Civitas, Madrid, 1998, pág. 123; PALÁ LAGUNA, R., *Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones*, McGraw-Hill, Aravaca (Madrid), 1997, pág. 172; VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad civil derivada del folleto informativo*, La Ley, Madrid, 2006, pág. 251.

⁷⁰ A los inversores particulares, SÁNCHEZ ANDRÉS les denomina inversores no sofisticados o inversores ordinarios, situándolos entre los promotores, que serán aquellos que emiten por primera vez los valores; y los meros especuladores, que son aquellos que solo invierten de manera transitoria, cuyo interés únicamente pasa por comprar con el objetivo de revender obteniendo un beneficio. V. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “El inversor: aproximación a la figura”, *cit.*, pág. 532.

⁷¹ HIERRO ANIBARRO, S., “Gobierno corporativo en sistemas multilaterales de negociación”, *RDBB*, 135, 2014, págs. 7-38, págs. 25-26. Este autor, por su parte, señala que los inversores cualificados son aquellos inversores que actúan como clientes profesionales, contrapartes elegibles o PYMEs que tengan su domicilio social en España y han solicitado ser consideradas como inversor cualificado.

del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados regulados, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

Los inversores cualificados, por su parte, son aquellas personas o entidades con un mayor nivel de información, conocimiento y experiencia que un inversor particular. Tienen una mayor capacidad para valorar los riesgos que asumen y para decidir de forma razonable como quieren que sea su cartera de inversión. Debido a estas diferencias el legislador les otorga un menor nivel de protección frente a los inversores particulares, asumiendo que los inversores cualificados son capaces de entender las operaciones en las que participan y que un menor número de trámites relacionados con la protección a los inversores les ahorran costes y tiempo a la hora de invertir.

Entre los inversores cualificados se incluyen aquellas personas jurídicas autorizadas para operar en los mercados (entidades de crédito, entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones, sociedades gestoras de fondos de inversión o de planes de pensiones, entre otros), gobiernos, grandes empresas y aquellas personas físicas o jurídicas que hayan solicitado tener la consideración de inversores cualificados.⁷² Dentro de los inversores cualificados encontramos además un subtipo de inversor: los inversores institucionales.⁷³ Esta subcategoría no está reconocida legalmente, sino que es

⁷² La clasificación completa de los inversores cualificados se encuentra en el art. 39 del RD 1310/2005. De forma sintética indica la CNMV en su web que “*Tras la entrada en vigor del RD 1698/2012, se considerarán inversores cualificados las personas o entidades enumeradas como clientes profesionales en el artículo 78 bis.3 de la LMV [actualmente el art. 205 TRLMV, hasta que se produzca el correspondiente desarrollo reglamentario], las contrapartes elegibles a que se refiere el artículo 78 ter de dicha ley [actualmente el art. 207 TRLMV, actualmente el art. 205 TRLMV, hasta que se produzca el correspondiente desarrollo reglamentario], así como las pequeñas y medianas empresas que tengan su domicilio social en el Estado español y que expresamente hayan solicitado ser consideradas como inversor cualificado*”; consultado el 5 de febrero de 2018 en la página web de la CNMV http://cnmv.es/Portal/GPage.aspx?id=MP_FAQ9.

⁷³ No solo las personas físicas invierten sus ahorros en valores e instrumentos financieros, también las personas jurídicas invierten en ocasiones sus excedentes. Cuando esto se convierte en una actividad “profesional” o parte del objeto social nos encontramos ante los inversores institucionales. Originalmente estas funciones de inversión del excedente ejecutadas de forma profesional las realizaba la banca (con los fondos que tenía en los depósitos), posteriormente también lo empezaron a hacer las entidades aseguradoras, y poco a poco se fue extendiendo al resto de profesionales del sector financiero, surgiendo lo que hoy conocemos como “inversores institucionales”. V. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “El inversor: aproximación a la figura”, cit., pág. 533. Con la llegada del siglo XX, se alcanzaron mayores tasas de ahorro que permitieron generalizar entre el público la gestión de sus ahorros mediante los servicios de gestión de cartera, a través de fondos de inversión o mediante la inversión conjunta a través de IICs, con lo que se amplía el concepto de institucional hacia lo que hoy en día lo entendemos como tal.

en cierta medida una construcción doctrinal en la que se engloba a ciertos inversores cualificados. Estos inversores a su vez podrán clasificarse según sus finalidades de inversión tal y como veremos en los epígrafes siguientes.⁷⁴

3.4.2.- Tipos de clientes

Los clientes, como hemos anticipado al inicio de este apartado, serán aquellos inversores (según la concepción amplia del término) que adquieren los valores o instrumentos financieros a través de intermediarios del mercado de valores.⁷⁵ Hay que tener en cuenta que debido a que para adquirir o vender acciones en un mercado regulado siempre se realizará a través de una ESI o una entidad de crédito autorizada, todos los inversores, incluso los inversores institucionales, tendrán también la consideración de cliente.⁷⁶ En esta línea, MiFID II define al cliente como “*toda persona física o jurídica a quien una ESI presta servicios de inversión o servicios auxiliares*” (art. 1.9).

⁷⁴ TAPIA HERMIDA, A. J., “Institutional Investors and Corporate...”, cit., pág. 424; IDEM, *Manual de Derecho del Mercado Financiero*, cit., pág. 339. En ambos trabajos, el autor se centra, como veremos más adelante, en diferenciar a los inversores institucionales según si el objeto esencial de su actividad es la inversión en valores o si, por el contrario, no es la finalidad principal pero para poder realizar su actividad principal precisa un ejercicio inversor de forma masiva y continuada. Sobre esta cuestión, v. el epígrafe 5 a continuación.

⁷⁵ Podemos considerar a los intermediarios financieros como aquellas instituciones que son capaces con sus servicios de dirigir los fondos excedentes de las unidades económicas que desean ahorrar o invertir sus capitales hacia aquellas unidades que necesitan capitales. Entre las diversas actividades que pueden llevar a cabo, una de las más tradicionales es la de la gestión de las carteras de inversión como *stockbrokers*, tal y como surge en el siglo XVIII y con una amplia extensión durante el siglo XIX, periodo en el cual las familias más pudientes empezaron a utilizar de forma permanente este tipo de gestores para invertir sus patrimonios, antecedente de los actuales servicios de inversión (SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “El inversor: aproximación a la figura”, cit., pág. 532).

⁷⁶ La negociación en los mercados se realiza desde hace muchos años de forma electrónica sin que los inversores puedan acceder directamente al mercado, sino únicamente a través de sus miembros. Salvo, claro está, cuando los miembros invierten en su propio nombre, v. DE ALBA BASTARRECHEA, M., “Aspectos relevantes de los modelos operativos derivados de la reforma de postrade español”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, A. Martínez Flórez, F.J. Garcimartín Alférez, A. Recalde Castells, (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 157-177, pág. 169; DÍAZ RUIZ, E., “Los mercados secundarios oficiales de valores en España: Una visión panorámica”, *Themis*, 40, 2000, págs. 101-112, pág. 111.

En concreto, el procedimiento de liquidación de órdenes en nuestros mercados de valores se realiza a través de las entidades de crédito o las ESIs que han sido habilitadas para la transmisión de órdenes por cuenta de terceros, en virtud del art. 3.1 del Reglamento de BME Clearing. Estos son los llamados miembros compensadores de la Entidad de Contrapartida Central en virtud del art. 109.1 TRLMV. Sobre este tipo de entidades, v. PÉREZ TROYA, A., “El estatuto jurídico de los miembros de la entidad de contrapartida central”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, A. Martínez Flórez;

Con el fin de implantar medidas de protección adecuadas al nivel de conocimiento que tengan los inversores sobre los mercados de valores,⁷⁷ los intermediarios deberán clasificar a sus clientes según sean clientes minoristas (art. 204 TRLMV) o clientes profesionales (art. 205 TRLMV).⁷⁸ Se establecen diferentes niveles de protección en función de cada categoría de clientes de los cuales dependerán los productos y servicios que se les puede ofrecer y las normas de conducta que deben seguir los intermediarios cuando prestan sus servicios.⁷⁹

En cuanto a los clientes minoristas, al igual que ocurría en la clasificación de los inversores, a los que nos hemos referido *supra*, se definen de forma negativa por cuanto que serán todos aquellos que no tengan la consideración de profesional (tal y como recoge el art. 204 TRLMV) ni de contraparte elegible. Los clientes minoristas podrán solicitar el cambio de categoría asignada por el intermediario financiero, lo que supondrá una modificación respecto del nivel de protección. Es más, en virtud del art. 39.2 del RD 1310/2005 los clientes que así lo consideren y lo soliciten por escrito a sus intermediarios

F.J. Garcimartín Alférez; A. Recalde Castells (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 347-405, págs. 350, 358-363.

⁷⁷ La entidad intermediaria deberá garantizar la veracidad, la imparcialidad y la claridad de la información suministrada. De esta forma, con anterioridad a la celebración de los contratos con sus clientes, deberá informar específicamente sobre la naturaleza y los riesgos de los instrumentos financieros objeto del contrato. Sobre esta cuestión, v. PALÁ LAGUNA, R., “Los contratos de servicios de inversión realizados por las entidades de crédito”, en AA.VV., *La contratación bancaria*, A. Sequeira; E. Gadea y F. Sacristán (dir), Dykinson, Madrid, 2007, págs. 1286-1319, págs. 1298-1299.

⁷⁸ En virtud de MiFID II la diferenciación será entre clientes profesionales, para aquellos que cumplan los criterios establecidos en su Anexo II, y clientes minoristas que serán todos aquellos que no tengan la consideración de profesionales (art. 1 apartados 10 y 11). En el mencionado Anexo II también se diferencia entre aquellos clientes que son profesionales *per se* y aquellos que pueden ser considerados si así lo solicitan. Como ya viene siendo habitual, entre los clientes que se consideran profesionales se encuentran, como es lógico, las entidades de crédito, las ESIs, compañías de seguro, IICs y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestores, gobiernos, otros inversores institucionales, y grandes sociedades que cumplan una serie de requisitos de tamaño, entre otros.

⁷⁹ Sobre las consecuencias de la aplicación de esta clasificación en nuestro país, v. AGÜERO ORTIZ, A., “El consumidor como inversor de alto riesgo: La impugnación por vicios del consentimiento de los contratos de adquisición de participaciones preferentes y swaps, una opción sólo al alcance de algunos”, *CESCO*, vol. 8, 2013, págs. 479-504; IDEM, “El Tribunal Supremo insiste en la existencia de inversores minoristas con perfil experto que no merecen la protección de MiFID”, *Centro de Estudios de Consumo - UCLM*, 25 de septiembre de 2015, págs. 1-8, consultado en <http://blog.uclm.es/cesco/files/2015/09/El-Tribunal-Supremo-insiste-en-la-existencia-de-inversores-minoristas-con-perfil-experto-que-no-mercen-la-protección-de-MiFID.pdf>.

financieros (ESIS o entidad de crédito según sea el caso), podrán ser considerados como inversores cualificados.

Por otro lado, son considerados clientes profesionales aquellos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos (art. 205 TRLMV).⁸⁰ Asimismo, del art. 206 TRLMV, podemos concluir que la categoría o clase de inversor profesional puede reconocerse voluntariamente u *ope legis*, como hemos hecho notar en el párrafo anterior.⁸¹

Los clientes profesionales tradicionalmente se dividen a su vez en dos categorías siguiendo el precepto del art. 205 TRLMV, los privados, entre los que encontramos los de carácter financiero⁸² y los de carácter empresarial⁸³; o los de carácter público⁸⁴. El

⁸⁰ Como ya hemos comentado anteriormente, en virtud del art. 2 MiFID II cliente profesional será todo inversor que se ajuste a los criterios establecidos en el anexo II de dicha disposición.

⁸¹ El art. 206 TRLMV disponía que aquellas empresas que cumplieran al menos dos de los tres requisitos que se contenían en su apartado 2º, podían solicitar su consideración como clientes profesionales. Esos criterios figurarán en un futuro desarrollo reglamentario del TRLMV, habiéndose suprimido estos requisitos del mencionado precepto a raíz de la reforma realizada en virtud del RD-ley 14/2018. No obstante, en virtud de la disposición final 5ª de este RD-ley, a pesar del carácter de urgente necesidad de la norma, el mencionado artículo entrará en vigor cuando se apruebe la señalada norma de desarrollo, por lo que entendemos que hasta ese momento debería continuar aplicándose la redacción anterior del artículo.

⁸² Con anterioridad a la reforma del TRLMV a raíz del RD-ley 14/2018, se incluía un listado por el que se señalaban que tipo de clientes profesionales tendrían carácter financiero, incluyendo a: las entidades de crédito, las ESI, las entidades aseguradoras o reaseguradoras, las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, los fondos de titulización y sus sociedades gestoras, los que operen habitualmente con materias primas y con derivados de materias primas, así como operadores que contraten en nombre propio y otros inversores institucionales, y los inversores institucionales que, no estando incluidos en los tipos anteriores, tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros. Entendemos que, tras la reforma, esta enumeración pasará a contenerse en el futuro Reglamento que desarrolle el TRLMV.

⁸³ Con anterioridad a la reforma del TRLMV realizada a través del RD-ley 14/2018, se consideraba que tendrían carácter empresarial aquellos empresarios que individualmente reunieran, al menos, dos de las siguientes condiciones: que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros; que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros; que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros. Actualmente estas condiciones quedarán recogidas en el previsible desarrollo reglamentario del TRLMV, tal y como se señala en el art. 205.2 TRLMV.

⁸⁴ Anteriormente, en el art. 205.2.b) del TRLMV, previamente a la reforma vía RD-ley 14/2018, se consideraba como clientes profesionales públicos a los Estados y Administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales, como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el

mencionado art. 205 del TRLMV que habitualmente contenía un listado con aquellas entidades que podrían tener la consideración de clientes profesionales, y del que se desprendía la división que acabamos de presentar, se ha visto reducido a través de la reforma que ha llevado a cabo el RD-ley 14/2018. De esta forma, actualmente, solo contiene la descripción de que se considera un cliente profesional del primer apartado y una remisión a un posible desarrollo reglamentario en el futuro en el segundo, sin que figure el tradicional listado.

Dentro de los clientes profesionales podemos encontrar un subtipo al que se le supone un grado máximo de conocimiento, experiencia y capacidad financiera en los mercados de valores, nos referimos a las contrapartes elegibles (art. 207 TRLMV). El nivel de protección que MiFID II y la regulación nacional del mercado de valores les otorga es menor y el régimen de funcionamiento es mucho más flexible (art. 207.3 TRLMV). Principalmente, este tipo de cliente incluye: entidades financieras autorizadas para operar en los mercados financieros (ESIs, entidades de crédito, entidades aseguradoras y reaseguradoras, IICs y sus sociedades gestoras, entidades de capital-riesgo y otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras)⁸⁵ y entes de carácter público (los gobiernos nacionales, Bancos Centrales y organismos supranacionales, las entidades de terceros países equivalentes y las Comunidades Autónomas). Al igual que para los clientes profesionales, también podrán tener esta consideración como contraparte elegible aquellos que lo soliciten y cumplan los requisitos que se establecen en el art. 71 del Reglamento Delegado (UE) nº 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva; y siempre que se confirme de forma expresa, pudiendo hacer una remisión general o para cada operación (art. 207.5 TRLMV).

Por último, señalar que aquellas entidades que pueden considerarse “inversores institucionales” habitualmente se encontrarán recogidas en la categoría de cliente

Banco Europeo de Inversiones y otros de naturaleza similar. Esta enumeración se contendrá, previsiblemente, en el futuro desarrollo reglamentario del TRLMV.

⁸⁵ El RD-ley 14/2018 ha incorporado un nuevo sujeto a esta enumeración, las empresas a las que se refieren en el art. 139.1 d) y e) del TRLMV.

profesional o contrapartes elegibles. Esto nos sirve tanto para clasificarlos dentro de esa categoría cuando actúen en el mercado a través de intermediarios financieros como para ayudarnos en la tarea de definición que vamos a realizar a continuación.

4.- Concepto de inversor institucional

Cuando tratamos de obtener una definición legal de inversores institucional, nos encontramos, como hemos indicado en el epígrafe anterior, con que tanto la normativa del mercado de valores española como la de sociedades, no contienen una definición expresa de inversor institucional.⁸⁶ En el epígrafe anterior, al hablar de los diferentes tipos de inversores a la luz del TRLMV y normativa concordante, hemos descrito que los inversores podían ser particulares o cualificados, para posteriormente indicar que algunos de los inversores que se encuadran dentro de los inversores cualificados pueden a su vez considerarse inversores institucionales por su forma de actuar en el mercado. Sin embargo esta subcategoría no se encuentra recogida en la normativa correspondiente, sino que es de origen doctrinal.

4.1.- El concepto de inversor institucional en el ordenamiento jurídico europeo y español

A pesar de lo que acabamos de exponer, es cierto que la mayoría de la doctrina coincide en afirmar que existen antecedentes de tipificación legal de las categorías de inversores institucionales en la normativa reguladora de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores.⁸⁷ Es más, la doctrina española, en multitud de ocasiones, ha utilizado diversas referencias legales para construir un concepto que sirva de hipótesis de partida sobre que se considera inversor institucional. No obstante, en ningún caso podemos afirmar que se trate de un concepto unívoco. Es más, como veremos a continuación, ni siquiera se trata de un concepto cerrado, sino que, debido al dinamismo que caracteriza a este sector económico, la rápida evolución de los mercados y la escasa regulación en

⁸⁶ Así lo afirma también GALLEGO CÓRCOLES, A., *Asesores de Voto («proxi advisors») y el ejercicio del derecho de voto en las sociedades cotizadas*, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2014, págs. 6-8.

⁸⁷ V. HERMOSILLA GIMENO, R., “Inversores institucionales y su papel en el gobierno corporativo”, en AA.VV., *Gobierno corporativo (Cuadernos de derecho para ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) C. Paz-Ares (coord.), La Ley, Las Rozas (Madrid), 2009, pág. 140.

algunos puntos, este concepto podrá ir adaptándose a las nuevas figuras jurídicas que vayan surgiendo en la materia.

Una de las primeras referencias legislativas la podemos encontrar precisamente a la hora de definir los diferentes colectivos de destinatarios a los que se pueden dirigir una emisión u oferta de valores. Nos referimos, en concreto, al art. 7.1.a) del derogado RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.⁸⁸ En dicha disposición figuraba una relación de inversores institucionales: “*fondos de pensiones, instituciones de inversión colectiva, entidades aseguradoras, entidades de crédito o las sociedades de valores, que realicen habitual y profesionalmente inversiones en valores negociables*”.⁸⁹ Por su parte, considera GARRIDO GARCÍA que la definición que se contiene en este RD tiene su origen en la definición amplia de inversor institucional que utiliza la doctrina económica y de Derecho estadounidense.⁹⁰

Así, a partir de lo dispuesto en el mencionado art. 7.1.a) del RD 291/1992, la doctrina interpretó que existían tanto unos inversores institucionales, unos inversores profesionales y unos inversores ahorradores que serían, en este caso, los particulares sin

⁸⁸ Sobre la definición que contiene el RD 291/1992, v. ALONSO ESPINOSA, F. J., *Mercado Primario de Valores Negociables*, J.M. Bosch, Barcelona, 1994, pág. 102; TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 92.

⁸⁹ En esta enumeración figuran algunos de los tipos más habituales de inversores institucionales, que son, además, los más estudiados por la mayoría de autores. Como se observa, el origen de la primera definición jurídica de inversor institucional está vinculada al nivel de información que se requería en la oferta pública o emisión de valores según las características del inversor destinatario. En virtud de este precepto dejaba de ser obligatoria la verificación y registro del folleto informativo y la auditoría de cuentas del emisor si las ofertas estaban dirigidas únicamente a inversores institucionales o profesionales. Se trataba, por tanto, de una norma de cobertura para los pequeños inversores que no era aplicable a estos inversores expertos, los cuales no requerían de ese nivel de protección.

Así, ad.ex. lo recoge DE CARLOS BERTRÁN, L., *Regimen jurídico de...*, cit., pág. 123; PALÁ LAGUNA, R., *Las ofertas públicas...*, cit., pág. 142; TAPIA HERMIDA, A. J., “Concepto y tipología de inversores institucionales”, en AA.VV., *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas (Cuadernos de Derecho para Ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) R. Mateu de Ros (coord.), vol. 9, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2011, págs. 49-66; TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 128.

⁹⁰ V. GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 135-136. El autor ya indicó, en su momento, que esta definición tan amplia de inversor institucional era demasiado ambigua y anticipó la utilización más generalizada del término “inversor profesional”, limitando el uso de inversor institucional solo para los casos en los que verdaderamente se trate de uno de ellos.

conocimientos especializados, separándolos de los institucionales y profesionales.⁹¹ Sin embargo, parece más lógico interpretar que los inversores institucionales son una subcategoría del resto de inversores profesionales. Los inversores profesionales serían aquellas entidades que realizan habitual y profesionalmente inversiones en valores negociables, sin que necesariamente esta actividad se incluya como su objeto social principal o secundario.⁹² Mientras que los inversores institucionales, como subtipo, serán aquellas entidades cuyo objeto social es principalmente la inversión en valores negociables o tienen una especial vinculación con el mercado de valores.⁹³

Posteriormente también encontramos una referencia a los inversores institucionales en la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables,⁹⁴ en la cual el legislador se refería a la autorización necesaria para las empresas de inversión cuando sus inversores actúen fuera del mercado según la capacidad que tengan los inversores profesionales e institucionales para actuar lo mejor posible en favor de sus intereses (art. 14.4). Además, en su considerando (32) se indica también “[...] *que uno de los objetivos de la presente Directiva es garantizar la protección de los inversores; que, a tal efecto, resulta*

⁹¹ Al principio, la doctrina, para distinguir entre los inversores institucionales y profesionales, consideró que los inversores profesionales eran los intermediarios que actúan por cuenta de otro, mientras que los primeros eran adquirentes finales de los valores. V. FERNÁNDEZ PÉREZ, N., *La protección jurídica del accionista inversor*, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2000, pág. 75. De la misma forma, también diferencia entre ambas categorías de inversores PALÁ LAGUNA, R., *Las ofertas públicas...*, cit., pág. 284.

⁹² A raíz de esta distinción surgió la duda sobre la consideración de las entidades de crédito como meros inversores profesionales, debido a que su vinculación con el mercado de valores no es tan directa como en el caso de las IICs. Esta interpretación da lugar a un concepto de inversor institucional estricto o de primer nivel, en el que según ciertos autores solo se incluye a las sociedades y fondos de inversión y a los fondos de pensiones, dejando fuera a las entidades de crédito y de seguro. V. GALLEGO CÓRCOLES, A., *Asesores de Voto...*, cit., págs. 6-8; GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 136-143.

Sin embargo, gran parte de la doctrina continuó considerando a las entidades de crédito como inversores institucionales; como es el caso de ALONSO ESPINOSA, F. J., *Mercado Primario...*, cit., pág. 102; RONCERO SÁNCHEZ, A., “Los inversores institucionales...”, cit., págs. 671-672. Sobre esta cuestión volveremos en el siguiente epígrafe 5.

⁹³ Así, mientras en el caso de las IICs ese sería su objeto social único, para otros inversores institucionales, como son los fondos de pensiones, no será su principal objeto social, pero el desarrollo de sus objetivos si estará especialmente vinculado al mercado de valores.

⁹⁴ Esta norma fue derogada por la directiva MiFID I y, posteriormente modificada por MiFID II, que paso a recoger el régimen de los proveedores de servicios de inversión en el mercado de valores dentro de su regulación sobre los mercados.

conveniente tener en cuenta las distintas necesidades de protección de las diversas categorías de inversores y de su grado de especialización profesional". No obstante, dicha Directiva no incluía ninguna definición concreta al respecto de estas mencionadas categorías de inversores, utilizando sin más los términos inversor profesional o institucional.

También es interesante la forma en la que se emplea el concepto de inversor profesional e institucional en la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.⁹⁵ En virtud de esta Directiva, se encomienda a los Estados miembros la constitución de los llamados fondos de garantías de inversión. Estos fondos tienen como finalidad asegurar la cobertura de aquellos inversores que no puedan obtener directamente la restitución del dinero o los valores o instrumentos financieros, en aquellos casos de quiebra, suspensión de pagos o cualquier otra declaración realizada por parte de la CNMV por la que la ESI no puede cumplir con sus obligaciones respecto a sus inversores o, como los conocemos actualmente, clientes.⁹⁶ Sin embargo, los inversores profesionales e institucionales quedan excluidos de esta garantía según el art. 4.2 de la Directiva 97/9/CE. Así, en su anexo I se incluye una lista de qué inversores concretos están excluidos, entre los que se encuentran los "inversores profesionales e institucionales" refiriéndose a las empresas de inversión, las entidades de crédito, las instituciones financieras, las compañías de seguro, los organismos de inversión colectiva y los fondos de pensiones, así como cualquier otros inversores profesionales e institucionales.⁹⁷ Hay que destacar que tanto en la Directiva 93/22/CEE como en esta Directiva se considera conjuntamente a los inversores profesionales e institucionales, de forma que son tratados en estas normas como si fueran una misma cosa. Sin embargo, en las siguientes normas la calificación como profesional pasará a referirse únicamente a un tipo de cliente, ya no a los inversores como hemos visto en el epígrafe anterior.

⁹⁵ La trasposición a nuestro ordenamiento de esta y la anterior Directiva a la que hemos hecho referencia se hizo a través de la Ley 37/1998, del 16 de noviembre, de reforma de la del Mercado de Valores.

⁹⁶ DÍAZ RUIZ, E., "Los mercados secundarios...", cit., págs. 110-111.

⁹⁷ En este tipo de normas es bastante habitual que se incluya una cláusula general de cierre como la que acabamos de mencionar ya que el legislador es consciente que el desarrollo del mercado de valores suele ir por delante del desarrollo legislativo y de esta forma puede incluir cualquier nuevo tipo de entidad que surja.

Con la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003 sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE; y su trasposición, en parte, a través del RD 1310/2005, aparece en nuestro ordenamiento el concepto de inversor cualificado, desapareciendo la referencia a inversores profesionales e institucionales hasta ese momento.⁹⁸ Este nuevo término se definió en el art. 2.e) de la Directiva 2003/71/CE, incluyendo, entre otros, a las entidades de crédito, las empresas de inversión, las empresas de seguros, los organismos de inversión colectiva, los fondos de pensiones, los gobiernos nacionales y regionales y los bancos centrales. Sin embargo, a pesar de que otras cuestiones se transpusieron a nuestro Derecho, esta definición que contiene el art. 2.e) no se incluyó, produciendo razonables dudas sobre qué se debía considerar como inversor cualificado en nuestro ordenamiento.⁹⁹ Teniendo esto en cuenta y la gran similitud con la definición anterior respecto de los inversores profesionales e institucionales, surgió el debate sobre si este nuevo término utilizado, “cualificado”, recogía a su vez a los inversores institucionales y profesionales, utilizados hasta el momento; o si estábamos ante conceptos distintos.¹⁰⁰

Por su parte, VALMAÑA OCHAÍTA, asumió que el legislador había obviado la tradicional distinción entre inversor institucional y profesional, para subsumir ambos tipos dentro del nuevo concepto más amplio de inversor cualificado.¹⁰¹ Entendió, por tanto, que a partir del RD 1310/2005 (arts. 38 sobre la definición de oferta pública de venta o suscripción y 39 sobre inversores cualificados y su registro) podían tener la consideración de inversores cualificados tanto los inversores persona jurídica como

⁹⁸ En la LMV se incluyó una transposición prácticamente literal del art.3 de la Directiva 2003/71/CE y siguiendo, además, los principios marcados por MiFID I en su anexo II, eliminando de la consideración de ofertas públicas y la necesidad de contar con un folleto respecto de las colocaciones dirigidas a inversores cualificados o de escasa relevancia, tal y como figura en el art. 30 *bis*. Critica la redacción poco clara que dejó este proceso de trasposición. v. DÍAZ RUIZ, E.; RUIZ BACHS, S., “Reformas urgentes para el impulso a la productividad: importantes reformas y algunas lagunas”, *La Ley*, 2, 2005, págs. 1908-1920, págs. 1910-1911.

⁹⁹ DÍAZ RUIZ, E.; RUIZ BACHS, S., “Reformas urgentes para...”, cit., pág. 1911.

¹⁰⁰ HERMOSILLA GIMENO, R., “Inversores institucionales...”, cit., pág. 141.

¹⁰¹ V. VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad civil...*, cit., págs. 252-253, también en, HERMOSILLA GIMENO, R., “Inversores institucionales...”, cit., pág. 141.

personas físicas que cumplieran una serie de condiciones les permitiera alcanzar la condición de inversores sofisticados.¹⁰²

Como vemos, en virtud de esta interpretación, el concepto de inversor cualificado, tal y como se recogía en el art. 39.1.a) del RD 1310/2005, incluiría tanto a los inversores institucionales (fondos de pensiones, las instituciones de inversión colectiva y entidades aseguradoras), como a los inversores profesionales, incluyendo dentro de estos últimos a las sociedades de valores y a las entidades de crédito que actúen como inversores cualificados;¹⁰³ pero también otros sujetos como son los Gobiernos, los fondos soberanos así como las PYMEs que solicitaran tener dicha consideración o personas físicas que demuestren un cierto grado de conocimiento y experiencia en la negociación de los mercados.¹⁰⁴

Este calificativo para los inversores como cualificados que introdujo la Directiva 2003/71/CE parece que tendría su origen en el concepto de “*accredited investor*” al que hace referencia la *Securities Act* de 1933 [Sec. 2(15)] de los Estados Unidos. Según esta norma, un *accredited investor* será aquella persona, física o jurídica, sobre la que se presumen conocimientos suficientes sobre cuestiones financieras y sus condiciones económicas.¹⁰⁵ Por otro lado, en la *Investment Company Act* de 1940 se recoge otra

¹⁰² Sobre el término sofisticación relacionándolo con aquellos inversores que tienen conocimientos técnicos suficientes para entender las características de una determinada inversión y su capacidad para recabar la información necesaria para poder valorar correctamente esta inversión, hablan FERNÁNDEZ DE ARAOZ Y GÓMEZ ACEBO, A.; GÓMEZ-JORDANA MOYA, I., *La colocación privada de valores*, Civitas, Madrid, 1999, págs. 78-79.

Esta característica de sofisticación pasa a estar subsumida en una serie de criterios legales que permiten determinar si un inversor podía considerarse como cualificado según su capacidad informativa o su capacidad económica, entre otros aspectos. Así, en virtud del art. 39 del RD 1310/2005 se establecía que tendrían consideración de inversores cualificados, además de las entidades habituales, las empresas que no tuvieran el carácter de PYMEs y estas cuando lo solicitaran expresamente; pero también las personas físicas residentes en el Estado español que solicitaran que fueran considerados como inversor cualificado y que cumplieran dos de las siguientes condiciones: haber realizado operaciones de volumen significativo en el mercado de valores al menos diez veces por trimestre en los últimos cuatro, un volumen de cartera de inversión superior a 500.000 euros y/o que trabaje o haya trabajado en el sector financiero desempeñando una función que exija conocimientos relativos a la inversión en valores.

¹⁰³ VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad civil...*, cit., pág. 259.

¹⁰⁴ HERMOSILLA GIMENO, R., “Inversores institucionales...”, cit., pág. 142; TAPIA HERMIDA, A. J., “Concepto y tipología...”, cit., pág. 52.

¹⁰⁵ Siguiendo la traducción de VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad civil...*, cit., pág. 252 de este precepto, para que las personas físicas puedan ser reconocidas como un *accredited investor* estas deben

definición interesante, y es la de *qualified purchaser* [Sec. 2(a) (51)] que sería un término “equivalente” en relación con las compañías de inversión.¹⁰⁶

Con la reforma del RD 1310/2005 y la LMV al transponer la Directiva MiFID la denominación que incluía a los inversores cualificados paso a sustituirse por la propia de clientes profesionales del antiguo art. 78.bis.3 LMV.¹⁰⁷ Asimismo, en el actual TRLMV

tener al menos un millón de dólares de patrimonio el valor de la vivienda habitual o haber tenido ingresos de al menos 200.000 dólares anuales durante los últimos dos años (o, en el caso de un matrimonio, 300.000 dólares conjuntamente) y tener la expectativa de alcanzar la misma cantidad ese año según la *Rule 501* de la *Regulation D* de la SEC. En esta norma también se incluye un listado dónde se concretan que tipo de entidades pueden tener esta consideración, y en la que se incluyen los bancos, las entidades aseguradoras, las compañías de inversión registradas, los fondos de pensiones constituidos según la ERISA, entre otras. Para más información se puede consultar la página web de la SEC: <https://www.sec.gov/fast-answers/answers-accredhtm.html>.

De la misma forma, el diccionario jurídico de referencia estadounidense, GARNER, B. A. (ED.), *Black's Law Dictionary*, 7th ed., West Group, St. Paul, MN, 1999, pág. 17, recogía una definición sobre este concepto diciendo que *accredited investor* será aquel inversor bajo la *Securities Act* de 1933 experto en materia financiera, debido, especialmente, al hecho de que posee un abultado patrimonio. Señala asimismo que en una oferta de valores estará eximida de presentación del folleto u otra documentación sin que el *accredited investor* (sea persona física o jurídica) esté autorizado a utilizar los instrumentos de protección de información y únicamente aquellos remedios contra el fraude.

En este citado diccionario también se recoge una definición de inversor institucional, como aquellos inversores que negocian grandes volúmenes de valores, habitualmente invirtiendo el dinero de otras personas en grandes fondos administrados. Generalmente toman la forma de fondos de pensiones, compañías de inversión, gestores de fondos o compañías de seguros (*Ibid.* pág. 801).

¹⁰⁶ Por *qualified purchaser* la Sec. 2(a) (51) *Investment Company Act* de 1940 entiende aquella persona física, fideicomiso o empresa familiar (considerando aquella formada con el cónyuge y/o los descendientes como socios) con 5 millones o más de dólares invertidos, un gestor de inversiones o una compañía con 25 millones o más de dólares invertidos en el mercado o una compañía cuyos accionistas son todos a su vez *qualified purchaser*. V. sobre esta cuestión PALÁ LAGUNA, R., *Los Hedge Funds y sus Sociedades Gestoras*, La Ley, Madrid, 2013, pág. 78.

¹⁰⁷ A raíz de esta reforma, los requisitos para los empresarios individuales, ya fueran personas físicas o jurídicas, pasaron a ser que se cumpliera al menos dos de los siguientes criterios: que el total de las partidas del activo sean igual o superior a 20 millones de euros, que el importe de su cifra anual de negocios fuera igual o superior a 40 millones y/o que sus recursos propios fueran iguales o superiores a 2 millones de euros; en cuyo caso automáticamente tendrían la consideración de clientes profesionales. Mientras, se mantuvo la posibilidad de que los demás clientes que no cumplieran los criterios anteriores, pero quieran rechazar expresamente que fueran considerados clientes minoristas, podrían solicitar que se les considerara profesionales cuando cumplieran al menos dos de los tres criterios siguientes: haber realizado operaciones de volumen significativo en el mercado de valores al menos diez veces por trimestre en los últimos cuatro, que el valor del efectivo y valores depositados sea superior a 500.000 euros y/o que trabaje u ocupe, o haya ocupado durante al menos un año, un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o servicios previstos. Como se ve, criterios muy similares a los que se establecían para las personas físicas en el antiguo art. 39.1.a) del RD 1310/2005 para su consideración como inversores cualificados.

así como en MiFID II (y en MiFIR),¹⁰⁸ se mantiene la denominación de inversores cualificados de forma separada de los clientes, entre los que se encuentran los clientes profesionales, tal y como hemos explicado en el epígrafe anterior.¹⁰⁹

No obstante, el concepto de inversor institucional ha continuado utilizándose en determinados momentos, ad.ex. en el Reglamento UE 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de noviembre de 2014 sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros. En virtud de esta norma, se excluyen de aplicación de este Reglamento aquellos fondos de inversión destinados a inversores institucionales, ya que el destinatario de esta regulación es el inversor minorista.¹¹⁰

También cabe señalar la definición de inversor institucional que se contiene en la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas que, en este caso, se corresponde con un concepto restringido al solo incluir a las entidades aseguradoras, reaseguros y fondos de pensiones, así como, de forma separada, a los gestores de activos.¹¹¹

¹⁰⁸ Las definiciones de cliente del Reglamento MiFIR en su art. 2 se remiten directamente a las definiciones de MiFID II, por lo que coinciden completamente.

¹⁰⁹ Tal y como queda establecido en los apartados 9 a 11 del art. 2 de MiFID II y, en nuestro Derecho interno, en los arts. 203 a 207 del TRLMV.

¹¹⁰ Tal y como se recoge en el Considerando (7º) del Reglamento UE 1286/2014. V. CARRASCO PERERA, Á., “El Reglamento UE 1286/2014, sobre «documentos de datos fundamentales relativos a productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros»”, *CESCO*, 13, 2015, págs. 203-213, pág. 204. Sin embargo, no se incluye una definición de inversor institucional, solo de inversor minorista en el art. 4.6 de dicho Reglamento, remitiéndose a la definición de cliente minoristas según el art. 4.1.11 de MiFID II y de cliente según la Directiva 2002/92/CE siempre que no se considere como cliente profesional, tal y como se define en el art. 4.1.10 de MiFID II. Con lo que vuelve a generarse otra vez la duda de qué relación vincula a los inversores institucionales con el concepto de profesional, ya que el legislador europeo vuelve a vincular ambos conceptos sin delimitarlos claramente.

¹¹¹ V. BOQUERA MATARREDONA, J., “Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/828”, *RDM*, 306, 2017, págs. 459-485, págs. 460-462. Sobre esta cuestión ya hemos hablado también, con disculpas a la autocita, en HERRERO MORANT, R., “El fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas de las sociedades cotizadas a raíz de la Propuesta de Directiva por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE”, *La Ley Mercantil*, 35, 2017, págs. 1-20, pág. 5. El concepto que maneja el legislador europeo respecto a esta Directiva no se ajusta a ninguna de las posibles definiciones doctrinales del término ya que solo hace referencia a las entidades aseguradoras y a los fondos de pensiones.

Sin embargo, esta falta de definición concreta respecto a los inversores institucionales parece haberse solucionado, al menos en parte, con la aprobación del Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento y el Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, y por el que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE y 2011/61/UE y los Reglamentos (CE) n° 1060/2009 y (UE) n° 648/2012, en el cual se incluye una definición de inversor institucional, formando parte esto del ámbito de aplicación de dicho Reglamento (art. 1.2).¹¹²

De esta forma, en el art. 2.12 del Reglamento 2017/2402 se incluye la correspondiente definición por la que se considera que los inversores institucionales serán aquellos inversores que adopten alguna de las siguientes formas: una empresa de seguros (tal como se define en el art.13.1 de la Directiva 2009/138/CE), una empresa de reaseguros (tal como se define en el art.13.4 de la Directiva 2009/138/CE), un fondo de pensiones de empleo (que entre en el ámbito de aplicación de la Directiva (UE) 2016/2341) un gestor de inversiones o una entidad autorizada nombrada por un fondo de pensiones de empleo (de conformidad con el art. 32 de la Directiva (UE) 2016/2341), un gestor de fondos de inversión alternativos (tal como se define en el art.4.1.b de la Directiva 2011/61/UE el Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n °1060/2009 y (UE) n °1095/2010), una sociedad de gestión de un organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (tal como se define en el art.2.1.b) de la Directiva 2009/65/CE), un OICVM gestionado internamente, una entidad de crédito (tal como se define en el art.4.1.1 del Reglamento (UE) n° 575/2013), o una empresa de inversión (tal como se define en el art.4.1.2 del Reglamento (UE) n° 575/2013).

Esta definición y su listado, utilizando las tipologías y denominaciones bajo nuestro régimen jurídico, quedaría de la siguiente forma: entidades aseguradoras, reaseguros,

¹¹² Respecto a la nueva norma sobre titulizaciones incluida tanto en este Reglamento 2017/2402 como en el Reglamento (UE) 2017/2401 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 575/2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, v. MARTÍN BARDERAS, O., “Nueva normativa europea de titulización”, *AJUM*, 47, 2017, págs. 160-163, pág. 161.

fondos de pensiones y sus gestores, gestores de fondos de inversión alternativos, IICs y sus gestores, entidades de crédito y ESIs. Definición que, como veremos a continuación, se ajusta bastante bien al concepto doctrinal de inversor institucional y que, por lo tanto, consideramos que es, en parte, la que se debería utilizar por nuestro legislador para cerrar la problemática entorno al concepto legal de inversor institucional. Lo único que echamos en falta sería la inclusión de algún tipo de cláusula general de cierre o una definición general, además del listado que hemos mencionado, de forma que nuevas figuras que puedan surgir en el futuro también se puedan subsumir dentro de esta categoría, además de que debería figurar en una norma general en esta materia y no en una de carácter sectorial.

4.2.- El concepto y caracterización de los inversores institucionales por la doctrina

Más allá de las definiciones normativas existentes en nuestro entorno nacional y europeo y, debido a la variabilidad de estas, así como en ocasiones a su indefinición, la doctrina ha ido desarrollando sus propias definiciones con las que trabajar respecto al estudio de los inversores institucionales.¹¹³

¹¹³ Algunos autores, adaptan la definición según la temática de sus trabajos, como puede ser para aquellos que estudian los *proxy advisors* que suelen identificar a los inversores institucionales como los clientes habituales de estos asesores, centrándose por tanto en las IICs y en los fondos de pensiones, de forma similar al concepto de inversor estricto que no incluye a las entidades aseguradoras ni las de crédito que presenta GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 136-143. Este es el caso, ad.ex. de los trabajos sobre *proxy advisors* de GALLEGO CÓRCOLES, A., *Asesores de Voto...*, cit., págs. 11-13; HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., “Proxy advisor: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas”, *RdS*, 48, 2016, págs. 213-241, págs. 221-222. Aunque no todos; por su parte, BOQUERA MATARREDONA, J., “Las entidades asesoras...”, cit., pág. 463, utiliza la concepción amplia, donde se incluyen tanto los fondos de pensiones y las IIC, como también entidades aseguradoras y de crédito así como sociedades de valores.

Otros autores que trabajan con algún tipo de concepto de inversor amplio es MATEU DE ROS CEREZO, R., “Introducción: Accionistas Institucionales y Principios de Buen Gobierno Corporativo”, en AA.VV., *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas (Cuadernos de Derecho para Ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) R. Mateu de Ros (coord.), vol. 9, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2011, págs. 5-19, págs. 6-7. Según este autor, se puede considerar como inversores institucionales a las entidades que invierten colectivamente, las entidades de crédito depositarias y gestoras de acciones y otras entidades que actúan por cuenta de terceros titulares efectivos de acciones y derechos sobre las acciones, incluyendo entre las primeras, no solo a las IICs sino también a las sociedades y fondos de inversión, los fondos de pensiones, entidades aseguradoras, sociedades de valores y ESIs.

Uno de los principales criterios que se utiliza para definir a los inversores institucionales es utilizar como elemento definitorio su *objetivo de inversión*. El objetivo del inversor institucional clásico es el de “*obtener la mayor rentabilidad viable manteniendo el mayor grado de liquidez posible de sus activos, al tiempo que diversifican el riesgo de sus inversiones tanto sectorial como geográficamente*”¹¹⁴ realizando esta actividad de forma profesional. Por este motivo, estos inversores suelen manejar grandes volúmenes¹¹⁵ en una gran diversidad de sociedades,¹¹⁶ lo que les lleva a controlar paquetes

¹¹⁴ Tal y como definen MEDIALDEA GARCÍA, B.; ÁLVAREZ PERALTA, I., *Liberalización financiera internacional, inversores institucionales y gobierno corporativo de la empresa*, Instituto Complutense de Estudios Internacionales, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 2008, pág. 17.

¹¹⁵ En los Estados Unidos, ad.ex., la titularidad de acciones en sociedades cotizadas se ha transformado en los últimos 60 años. Mientras que en 1950, los inversores institucionales tenían 8.7 mil millones de dólares en acciones (6.1% del total); en 1980 tenían 4,36 billones de dólares en acciones (18% del total) y en 2009, tenían 10.239 billones de dólares en acciones (40.4% del total). Datos extraídos de TONELLO, M.; RAHIM RABIMOV, S., “The 2010 Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition”, *The Conference Board Research Report*, N° R-1468-10-RR, 2010, págs. 1-64, pág. 22, consultado el 28 de agosto de 2018 en <http://ssrn.com/abstract=1707512>. El crecimiento ha sido especialmente pronunciado respecto a los fondos de inversión que pasaron de tener una capitalización de 70 mil millones de dólares en 1980 a 7,2 billones de dólares en 2009 (*Ibid.* pág. 8). Sobre esta cuestión se puede consultar también ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 363-386, pág. 365, el cual señala también que entre 1987 y el año 2009, el porcentaje de participación de los inversores institucionales de las principales 1000 sociedades de los Estados Unidos paso de un 46,6% al 73%.

Los volúmenes de negociación de los inversores institucionales son relativamente altos, si bien no son todos iguales, diferenciándose según los tipos de inversores, tal y como señalan LI, W.; RHEE, G.; WANG, S. S., “Differences in herding: Individual vs. institutional investors”, *PBFJ*, 45, 2017, págs. 174-185, págs. 175-176, al analizar los diferentes estudios que se han realizado para clasificar los inversores institucionales según su comportamiento en el mercado. En este trabajo se caracterizan a los inversores institucionales frente a los minoritarios por, entre otros aspectos, su mayor volumen de negociación. También consideran que el tamaño de las carteras de inversión puede ser un elemento diferenciador entre algunos tipos de inversores institucionales en ÇELIK, S.; ISAKSSON, M., “Institutional Investors and ownership engagement”, *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2013/2, 2014, págs. 93-114, pág. 101, consultado el 15 de marzo de 2018 en <http://www.oecd.org/corporate/Institutional-investors-ownership-engagement.pdf>.

¹¹⁶ Esta diversificación entre sociedades puede llevar fácilmente a que estos accionistas posean participaciones “importantes” en sociedades competidoras, lo que puede generar algún tipo de situación de conflicto de interés a la hora de ejercer sus derechos políticos. Sobre la definición del término participación importante v. FLORES DOÑA, M. DE LA S., “La extensión del régimen de participación importante a los instrumentos financieros derivados”, en AA.VV., *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*, C. Alonso Ledesma y A. Alonso Ureba (dirs.), Civitas, Madrid, 2013, págs. 731-760, pág. 732.

Otra expresión que se puede utilizar al respecto, es la de “ostentar cuotas de inversión relevante” o “participaciones significativas”, según MONTALENTI, P., “Sociedades cotizadas, mercados financieros y relaciones con los inversores”, *RdS*, 44, 2015, págs. 15-36, págs. 30-31. Así ocurre en el caso de Blackrock

accionariales que porcentualmente no son elevados pero que son relativamente grandes¹¹⁷ y que a su vez, suponen un porcentaje pequeño dentro de su propia cartera de inversión.¹¹⁸

Los inversores institucionales se caracterizan asimismo por invertir los fondos de terceros (aunque es posible que además tenga una cartera propia) de forma *colectiva*.¹¹⁹ Los pequeños inversores ven como pueden obtener mayores rentabilidades agrupándose y gestionando sus fondos de forma conjunta a través de inversores profesionales, que por cuenta propia.¹²⁰ Así, de forma directa o indirecta, los inversores institucionales tienen como forma de negocio la canalización de la inversión de una pluralidad de pequeños inversores que buscan rentabilizar sus ahorros por medio de estos instrumentos.¹²¹ Se trata, por tanto, de inversores por cuenta ajena (generalmente) que gestionan y representan los derechos de un conjunto de personas, sus clientes, accionistas o beneficiarios.¹²²

El caso paradigmático de este tipo de práctica será el de las IICs que, por definición, consiste en la inversión colectiva en diversos valores e instrumentos financieros. Sin

cuando supera los umbrales (3%) a partir de los cuales tiene que comunicar su participación, figurando como accionista significativo en al menos catorce sociedades cotizadas del Ibex-35.

¹¹⁷ Teniendo en cuenta que en esta tesis nos centramos en sociedades cotizadas, los niveles de capitalización son mayores y, por lo tanto, pequeños porcentajes de participación pueden suponer grandes volúmenes de inversión.

¹¹⁸ En esta definición, que se asemejaría al concepto estricto de inversor institucional que maneja GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 129, no tendrían cabida las entidades de crédito debido a que su principal objetivo societario no es este tipo de actividad inversora, sino que esto solo es una pequeña parte de su actividad empresarial.

¹¹⁹ MATEU DE ROS CEREZO, R., “Introducción: Accionistas Institucionales...”, cit., pág. 5.

¹²⁰ En la propia Exposición de Motivos de la Ley de 15 de julio de 1952, sobre el régimen jurídico-fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria, el legislador ya señala la conveniencia de organizar y coordinar a los millones de inversores individuales de forma que se pueda estimular el ahorro y mejore la economía, mediante la utilización de las Sociedades de Inversión o de Cartera. Estas entidades no tenían una finalidad industrial, sino “*ofrecer a sus accionistas un conjunto de participaciones simultáneas en valores mobiliarios de naturaleza diversa, dentro de una escrupulosa selección, compensando así riesgos y beneficios, se ofrezcan como un dispositivo financiero apto para la colocación de ese ahorro disperso y desorientado*”. De esta forma, los pequeños inversores podrían beneficiarse y participar de una cartera diversificada con una inversión menor de la que necesitarían si lo tuvieran que hacer individualmente. Este aspecto permitiría apelar al ahorro de un mayor número de personas, siendo el estímulo necesario para ampliar la difusión de los mercados de valores a una mayor proporción de la población. La mencionada norma también se remitía al desarrollo en otros países de figuras similares, como son los llamados “*Investments Trusts*” que se utilizaron como referente para configurar el régimen jurídico fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria nacionales.

¹²¹ RONCERO SÁNCHEZ, A., “Los inversores institucionales...”, cit., págs. 668-669.

¹²² MATEU DE ROS CEREZO, R., “Introducción: Accionistas Institucionales...”, cit., pág. 5.

embargo, esta característica no siempre se puede observar directamente en todos los inversores institucionales, especialmente, en el caso de aquellos inversores institucionales cuya actividad inversora en el mercado de valores es solo complementaria de su negocio principal, como es el caso, ad.ex. de las entidades de crédito. Estas entidades financieras utilizan los fondos que reciben de los depósitos de sus clientes para diversas finalidades, entre las que se encuentra reinvertirlos, como puede ser en el mercado de valores, buscando obtener una rentabilidad que, entre otras cosas, les permita pagar los intereses de los depósitos de sus clientes. En este caso, los clientes de las entidades de crédito no entregan sus capitales buscando una “inversión colectiva” que les de mayores réditos que de forma individual, pero indirectamente es lo que ocurre al contratar un depósito remunerado.

A pesar de que los fondos con los que los inversores institucionales adquieren los valores son titularidad de terceros (directa o indirectamente), la verdad es que habitualmente son los inversores institucionales y los intermediarios financieros los que figuran como titulares de las acciones en los registros de Iberclear.¹²³ De esta forma, en el

¹²³ En nuestro ordenamiento es el titular contable es el que gozará de los derechos respecto al emisor de valores (art. 13 TRLMV). La llevanza del registro contable de los valores admitidos a negociación será realizada por el Depositario Central de Valores, entre nosotros, Iberclear (art. 8 TRLMV), el cual anotará, entre otros valores, las acciones cotizadas de los emisores que participan en nuestros mercados de valores. V. LEÓN SANZ, F. J., “Contratación y poscontratación en el mercado de valores: un sistema especial de transmisión de valores”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, A. Martínez Flórez; F.J. Garcimartín Alférez; A. Recalde Castells (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 37-66, pág. 60.

Los valores aparecerán anotados en el registro del Depositario Central de Valores por parte de la entidad participante o el intermediario (art. 9 TRLMV), que, a su vez, pueden estar representando a un inversor institucional que así mismo incluye los intereses de sus propios clientes, beneficiarios o accionistas; titulares últimos de los valores últimos. Para tratar de que al menos quede constancia del segundo nivel de esta relación, es decir, entre la entidad participante o el intermediario y su cliente, estas deberán llevar un registro de detalle en el que figurará a que clientes corresponden los saldos anotados (art.9.3 TRLMV). Sobre estos registros, v. BAGO ORIA, M. B., “Las cuentas de la entidad de contrapartida central y su registro de operaciones”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, A. Martínez Flórez; F.J. Garcimartín Alférez; A. Recalde Castells (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 245-294, págs. 267-272.

Esta circunstancia será especialmente problemática cuando existan cuentas ómnibus (frente a las cuentas individuales) y cuando el intermediario financiero que figure como titular en el registro entre en el concurso, haciendo necesaria la utilización del derecho de separación de los verdaderos titulares o dueños de los valores que, en principio, aparecerán en los registros de detalle (art. 15.1 TRLMV). Sobre la problemática sobre la utilización de este derecho así como respecto la legitimación activa de estos titulares, v. ARIAS VARONA, F. J., “El tratamiento de los valores de los clientes en el concurso de entidades participantes en el depositario central de valores”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de*

desarrollo de las relaciones de la sociedad con sus accionistas, será el inversor institucional el que en la mayoría de los casos aparecerá como titular, sin que la relación subyacente, por la que son sus clientes o beneficiarios los verdaderos titulares o los accionistas, aflore.¹²⁴ Debido a su papel como intermediarios financieros será habitual, como veremos, que estas entidades ejerzan los derechos políticos que derivan de la inversión, ya sea de forma directa en el caso que tengan la condición de entidad participante o como intermediario autorizado o, de forma indirecta, en el registro de detalle.

Otro aspecto clave de los inversores institucionales que afectará a su conceptualización es su *carácter profesional*.¹²⁵ Estos inversores son un conjunto de entidades profesionales de diversa naturaleza que aparecen interpuestos entre el conjunto de pequeños ahorradores y las sociedades emisoras de valores. Teniendo en cuenta que se dedican de forma profesional y habitual a realizar inversiones sobre instrumentos financieros no tendrán la consideración de consumidor y usuarios, y, por tanto, no se les aplicará la normativa al respecto.¹²⁶

valores, A. Martínez Flórez; F.J. Garcimartín Alférez; A. Recalde Castells (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 903-944, págs. 921-924.

¹²⁴ Así surge una serie de nuevos problemas de agencia. Por un lado, la posible divergencia de intereses de los titulares que figuran en el registro (los titulares contables) y los gestores de activos y, por otro, entre los intereses de los inversores institucionales y los beneficiarios efectivo (*beneficial owners*) de esa inversión, es decir, sus clientes. Sobre esta cuestión v. GILSON, R. J.; GORDON, J. N., “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights”, *Colum. L. Rev.*, 113, 4, 2013, págs. 863-928, pág. 865, al tratar la problemática que surge por el hecho de que ciertos inversores institucionales, como son los fondos de pensiones o de inversión figuren como los titulares contables, en representación fiduciaria de los titulares reales.

Algunos países, como el Reino Unido y más recientemente, el conjunto de la Unión Europea, han tratado de cubrir esta problemática abogando por un nuevo conjunto de obligaciones de gobernanza (*stewardship obligations*) para los inversores institucionales, entre las que se encuentra, ad.ex. la comunicación de sus estrategias de inversión (su política de implicación respecto a sus inversión) o el sentido de su voto (tal y como figura en el nuevo art. 3 *octies*.1.a) de la Directiva 2007/36 incorporado a raíz de su reciente reforma). Sin embargo los autores reseñados (*Ibid.* pág. 866) consideran que la pasividad y el desinterés de algunos de estos inversores les impediría, en cualquier caso, ejercer sus tareas de control correctamente y muchos menos estas nuevas obligaciones.

¹²⁵ Los inversores institucionales suelen ser entidades altamente cualificadas y especializadas en el sector (DE URQUIJO Y DE LA PUENTE, J. L.; CRESPO DE LA MATA, A., *El consejo de administración...*, cit., págs. 555-556).

¹²⁶ QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 40; TAPIA HERMIDA, A. J., “Concepto y tipología...”, cit., pág. 52. Por otro lado, los clientes finales de los inversores institucionales si serán más habitualmente consumidores o usuarios, es decir, personas físicas o jurídicas que no actúan

Por otro lado, cuando estos inversores actúan en el mercado a través de otras entidades que presten servicios de inversión, estos inversores institucionales tendrán la consideración de clientes profesionales respecto a los intermediarios, ya que se entiende que tendrán la experiencia, conocimientos y cualificación necesaria para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos, en virtud del art. 204 TRLMV. Además, siguiendo la clasificación expuesta en el epígrafe 3.4 anterior, estos inversores serán considerados como inversores cualificados, tal y como vienen recogidos en el art. 35 TRLMV y en el art. 39 del RD 1310/2005. Se incluirán bajo esta clasificación en virtud de su nivel de formación, conocimientos y experiencia en el mercado bursátil. Debido a esta consideración, en aquellas ofertas de venta o suscripción de valores que tengan como público objetivo únicamente inversores institucionales, teniendo en cuenta su clasificación como inversores cualificados, no será exigible la publicación de un folleto por parte del emisor.¹²⁷

Tradicionalmente también se considera que estos inversores suelen adquirir posiciones *minoritarias*.¹²⁸ Esto es debido a que, por regla general, tienden a diversificar

profesionalmente. A estos clientes finales sí les será de aplicación el Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, aprobado por el RD Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre.

Una excepción a esta afirmación será el caso de los *hedge funds* cuyos clientes no serán consumidores y usuarios, sino inversores institucionales o profesionales. Los *hedge funds*, a diferencia de las IICs, no hacen apelación al ahorro público y tienen como objetivo agrupar las aportaciones de capital de un número reducido de inversores profesionales que buscan reinvertir esos fondos en inversiones en valores mobiliarios, instrumentos financiero o cualquier otro activo susceptible de generar una rentabilidad en un determinado plazo. V. PALÁ LAGUNA, R., *Los hedge funds...*, cit., pág. 76.

En los Estados Unidos, a estos inversores les será de aplicación la normativa sobre *private funds* [sec. 202 (a) 29 de la *Investment Advisers Act* de 1940] y tienen como característica esencial que no hacen apelación al ahorro público y, en cualquier caso, sus activos no pertenecen a más de 100 personas o, superando esta cifra, los sujetos que invierten en ellos tienen consideración de *qualified purchasers* (*Ibid.* págs. 77-78). En la normativa europea, a través de la Directiva UCITS, también se considera fundamental la falta de apelación al ahorro público. Por último, en nuestro ordenamiento, entre los requisitos que deben cumplir estos fondos para que tengan la consideración de IIC de inversión libre, se incluye que su comercialización se dirija exclusivamente a clientes profesionales y, para aquellos clientes que no tengan la consideración de profesionales y quieran invertir en una IIC de inversión libre, el desembolso inicial será de al menos 100.000 euros (ex. art. 73.1 RIIC).

¹²⁷ TAPIA HERMIDA, A. J., “Concepto y tipología...”, cit., pág. 52.

¹²⁸ No obstante, como hemos explicado al definir los tipos de accionistas de control, una participación minoritaria no impide que en algunos casos, especialmente cuando el *free float* de la sociedad sea alto, pueda significar una posición de control y, por tanto, se trataría de un accionista minoritario de control. Es por ello por lo que algunos autores consideran que realmente es bastante generalizado, al menos en cuanto

sus inversiones de forma que los riesgos no estén concentrados. En algunos casos, además, la propia regulación sectorial les obliga a realizar las inversiones de forma diversificada, prohibiendo que tomen posiciones de control respecto a las sociedades en las que invierten.¹²⁹

Para ir concluyendo, además de los aspectos que ya hemos ido señalando, como son el tener como objetivo principal o vinculado la inversión en el mercado de valores, la inversión conjunta o colectiva de una pluralidad de pequeños inversores, la profesionalización en la inversión y el carácter minoritario de su participación, buscando una diversificación del riesgo; otros factores que la doctrina ha señalado como elementos que tienen en común todos los inversores institucionales son: el perfil financiero y no industrial, su consideración como inversores más que como socios, así como una mayor

a los grandes inversores institucionales, que tengan la consideración de accionistas significativos (con más del 3% del capital o derechos de voto), v. MATEU DE ROS CEREZO, R., “Introducción: Accionistas Institucionales...”, cit., pág. 5.

¹²⁹ Este es el caso de los fondos de inversión o los fondos de pensiones, tal y como veremos a continuación al exponer las diferencias de cada tipología de inversor institucional.

tendencia a la inversión a corto plazo¹³⁰ y la separación de la gestión tradicional de la inversión.¹³¹

¹³⁰ En algunas ocasiones, ciertos inversores institucionales actuaran de forma apática y poco activa societariamente, teniendo poco interés en el devenir de la sociedad, interesándose solo la rentabilidad de que pueden obtener de su inversión. Es estos casos, estos accionistas no actúan como verdaderos partícipes de la sociedad, sino como meros inversores. V. PERDICES HUETOS, A. B., “Los asesores de voto”, en AA.VV., *Estudios de derecho mercantil. Liber amicorum profesor Dr. Francisco Vicent Chuliá*, J. Massaguer Fuentes, V. Cuñat Edo, M. V. Petit Lavall, E. Gallego Sánchez, F.J. Alonso Espinosa, (coord.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2013, págs. 569-580, págs. 569-570.

En cierta medida, este comportamiento se puede explicar por su interés por rentabilizar de forma breve sus inversiones, para retribuir a sus inversores o beneficiarios, así como a los propios gestores que habitualmente tendrán vinculada su retribución a la rentabilidad obtenida en el mismo periodo de tiempo, así como por el deseo de obtener unos porcentajes de rentabilidad que atraigan nuevos inversores. Este es el caso de los fondos de pensiones o de las IICs y, en cierta medida, de los *hedge funds*. Es por ello por lo que muchos de ellos tenderán a moverse en el corto plazo respecto a su cartera de inversión. No obstante lo anterior, aunque la generalización sobre el cortoplacismo de estos inversores ha sido fuertemente rebatido por la doctrina, entre otros, por BEBCHUK, L. A. Y OTROS, “The Long-Term Effects...”, cit., pág. 1127; GANTCHEV, N., “The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model”, *J. Fin. Econ.*, 107, 3, 2013, págs. 610-631, pág. 623.

Sobre la miopía o visión cortoplacista (*short-termism*) de algunos inversores institucionales ha hablado de forma muy extensa la doctrina tanto nacional como extranjera, entre los que destacan algunos de los siguientes trabajos: FRENTROP, P., *Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem*, Nyenrode Business Universiteit, Breukelen, 2012, pág. pasim; HAZEN, T. L., “The short-term...”, cit., pág. 134 y ss.; JOHNSTON, A.; MORROW, P., “Towards long-termism in corporate governance : the Shareholder Rights Directive and beyond”, en AA.VV., *Long-term investment and the Sustainable Company: a stakeholder perspective*, S. Vitols, vol. 3, European Trade Union Institute (ERUI), 2015, págs. 19-45, págs. 20-21; POZEN, R. C., “The role of institutional Investors in Curbing Corporate Short-Termism”, *Financ. Anal. J.*, 71, 5, 2015, págs. 10-12, pág. 10; ROE, M. J., “Corporate Short-Termism: In the Boardroom and in the Courtroom”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 425-448, págs. 430-432.

Entre nosotros, v. APARICIO GONZÁLEZ, M. L., “El gobierno corporativo ante la crisis económico-financiera”, *RJUAM*, 19, 2009, págs. 67-78, pág. 70; DÍAZ RUIZ, E., “El informe anual de gobierno corporativo (art. 540 LSC)”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. II, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 1039-1069, pág. 1059; GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 97, 122 y ss.; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “La anomalía de la retribución externa de los administradores: hechos nuevos y reglas viejas”, *RDM*, 290, 2013, págs. 85-140, pág. 107; SÁEZ LACAVE, M. I., “Blindajes, Control Minoritario...”, cit., pág. 17; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa”, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. II, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, págs. 851-913, págs. 889-890.

¹³¹ Los inversores institucionales tradicionalmente ceden la gestión de la inversión a entidades especializadas, las sociedades gestoras de activos, a diferencia de lo que haría un accionista de control, v. HERMOSILLA GIMENO, R., “Inversores institucionales...”, cit., pág. 143.

Teniendo en cuenta estos factores, podemos hacer una primera aproximación a la definición de inversor institucional. Así, centrándonos en los aspectos más característicos de los mismos, se puede afirmar que los inversores institucionales son aquellas organizaciones¹³² que de forma profesional canalizan la inversión de los particulares, reinvertiendo, directa o indirectamente, los fondos recibidos por sus clientes en productos financieros, especialmente, valores mobiliarios (ad.ex. acciones de sociedades cotizadas, obligaciones, deuda pública y en menor medida instrumentos derivados), con el objetivo de maximizar la rentabilidad de estas inversiones y repartir estos beneficios entre sus clientes.¹³³ En un sentido más amplio de esta definición también se podrán incluir a

¹³² Utilizamos el término organización y no persona jurídica porque no podemos afirmar que todos los inversores institucionales sean personas jurídicas, ya que, entre los mismos se encuentran también entidades sin personalidad jurídica como son los fondos de pensiones o los fondos de inversión. Ambos tipos de inversores institucionales carecerán de personalidad jurídica en virtud de los arts. 11 de la LPFP y el 3 de la LIIC respectivamente.

¹³³ Muchos otros autores han aportado sus definiciones doctrinales respecto a los inversores institucionales, entre los que podemos destacar una de las más recientes de TAPIA HERMIDA, A. J., “Concepto y tipología...”, cit., pág. 51: “*persona jurídica (con forma de sociedad mercantil de capital) o la entidad (con forma de patrimonio sin personalidad jurídica) que realiza -en el caso de los fondos, a través de su sociedad gestora-habitual y profesionalmente inversiones en instrumentos financieros en general y en valores negociables en particular. En el ámbito concreto de las sociedades anónimas cotizadas, el inversor institucional invierte o adquiere -originaria o derivativamente, por suscripción o compra- y desinvierte o enajena acciones representativas del capital de aquellas emisoras y consta, por lo tanto, como accionista en los registros de las anotaciones en cuenta correspondientes; ostentando, con frecuencia, una participación significativa igual o superior al 3% de los derechos de voto.*”

También son clásicas las definiciones de GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 131 y ss.; DE PAZ ARIAS, J. M., “Los inversores institucionales como...”, cit., págs. 880-881; RONCERO SÁNCHEZ, A., “Los inversores institucionales...”, cit., págs. 667-672; TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 90 y ss., o, particularmente respecto a la inclusión de las entidades de crédito como inversores institucionales, ALONSO ESPINOSA, F. J., *Mercado Primario...*, cit., pág. 102.

A nivel internacional, destaca por concisa y acertada, la definición de PREITE, D., “Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni”, *Riv. Soc.*, 1993, págs. 476-553, pág. 479 por la que los considera cómo aquellos inversores colectivos que están legalmente obligados (en mayor o menor medida) a destinar sus propios fondos a la inversión. En Derecho anglosajón, obviamente también existen multitud de conceptualización sobre estos inversores. Así tenemos, por una parte, los trabajos de carácter más económicos que se reducen a presentar un listado de aquellas entidades que pueden ser consideradas como inversores institucionales (ad.ex. DAVIS, E. P.; STEIL, B., *Institutional Investors*, MIT Press, Cambridge, Mass., 2001, pág. 14; MATEESCU, R.-A., “Institutional Investors and Corporate Governance”, cit., pág. 370). Y, por otro lado, existen infinidad de trabajos jurídicos, sin duda más detallados que estos primeros; pues no hay que olvidar que el origen de este tipo de inversores y su activismo se encuentra en los Estados Unidos, por lo que es lógico que haya más trabajos con dicho origen. Así, podemos señalar, entre otros muchos, los de BARNARD, J. W., “Institutional investors and the new corporate governance”, *N.C. L. Rev.*, 69, 1990, págs. 1135-1187, págs. 1140-1141, el cual incluye también fundaciones privadas al listado habitual; GORDON, J. N., “Institutions as relational investors...”, cit., pág. 130, autor que considera que sería

aquellas entidades que colaboran con sus servicios a gestionar la inversión de sus clientes, ya sea como depositarios, gestores de carteras o como sus representantes.¹³⁴

Obviamente, algunos tipos de inversor institucional no se ajustaran estrictamente a esta definición, debido a la heterogeneidad entre los diversos tipos de accionistas, tal y como veremos a continuación al estudiar algunos de los inversores institucionales clásicos.¹³⁵

5.- Clasificación de los inversores institucionales

Abordar la clasificación de los inversores institucionales puede parecer, en una primera aproximación, una tarea sin mayores consecuencias. Sin embargo, en nuestra opinión, ello no es cierto puesto que, adelantamos ya aquí que, cada tipo de inversor institucional tendrá unos deberes fiduciarios respecto a sus clientes. Obligaciones que en

más correcto denominarles “*investing institutions*”, algo así como instituciones de inversión, poniendo más énfasis en el hecho de que su actividad principal es la inversión; BLACK, B. S., “Shareholder Passivity Reexamined”, *Mich. L. Rev.*, 89, 1990, págs. 520-608, pág. 595 y ss., en el que a lo largo del epígrafe diferencia los distintos tipos de inversores institucionales; COFFEE, JR., J. C., “Liquidity Versus Control: The Institutional Investor As Corporate Monitor”, *Colum. L. Rev.*, 91, 6, 1991, págs. 1277-1368, pág. *passim*; FISCH, J. E., “Relationship investing...”, cit., pág. 1009 o, más recientemente podemos destacar el trabajo de ÇELIK, S.; ISAKSSON, M., “Institutional Investors and ownership engagement”, cit., pág. 7, el cual destaca el papel como intermediarios o *money managers* de los inversores institucionales, incluyendo a los fondos soberanos que son, de facto, los titulares últimos de los fondos de un estado; o ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., págs. 364-369.

¹³⁴ Situaciones en las que un tercero es el que de forma directa o indirecta ejerce de forma efectiva los derechos asociaciones las acciones. Esto puede incluir situaciones tan dispares como la representación de los accionistas de cara a la celebración de una junta general, la cesión del derecho de voto, pactos parasociales, el usufructo, copropiedad o préstamo de las acciones, contratos de derivados sobre acciones o incluso la tenencia indirecta o fiducia de las acciones (tal y como describe MATEU DE ROS CERREZO, R., “Introducción: Accionistas Institucionales...”, cit., pág. 7).

¹³⁵ Podemos anticipar que los *hedge funds* o los *family offices*, no cumplen con todos los elementos definitorios; en ambos casos principalmente porque no apelan al ahorro público, especialmente en el caso de las segundas, ya que gestionan únicamente el patrimonio de un núcleo familiar. Por *family office* entendemos cualquier tipo de organización de carácter cerrado, siendo bastante habitual el uso de SICAVs (sociedad de inversión de capital variable), que centralizan la gestión de un patrimonio familiar significativo (CASPAR, C.; DIAS, A. K.; ELSTRODT, H., “The five attributes of enduring family businesses”, *McK. Q.*, January, 2010, págs. 1-10, pág. 4; RIVO LÓPEZ, E.; GONZÁLEZ VÁZQUEZ, B.; RODRÍGUEZ LÓPEZ, N., “Family office: instrumento de gestión del patrimonio familiar”, *REF*, 1, 2, 2011, págs. 43-57, págs. 43-44). También bajo el Derecho estadounidense se consideran *family offices* a aquellas sociedades cuyos únicos clientes son un núcleo familiar y cuyo objetivo es la gestión de su patrimonio tal y como se desprende de la *Investment Advisers Act* de 1940 (S. 202 (a) (g)), v. PALÁ LAGUNA, R., *Los hedge funds...*, cit., pág. 117. Es el caso, ad.ex. de Cascade Investment, el *family office* de Bill Gates o Pontegadea el *family office* de Amancio Ortega.

parte vendrán definidas y diferenciadas por el principal objeto social de cada inversor institucional y por el tipo de relación que mantengan con sus clientes a consecuencia de la adquisición de determinados valores o instrumentos financieros.

Además, cuando esta inversión se materialice en la adquisición de acciones de sociedades cotizadas, esta supondrá un mayor o menor impacto en la estructura accionarial de las sociedades en las que invierten. La gradación de este impacto también estará relacionado con el objeto social de cada inversor institucional y su dirección hacia la reinversión de los capitales captados, cuanto mayor sea esta, más requisitos de diversificación se suelen establecer y, por tanto, más difícil será alcanzar porcentajes de control respecto de las sociedades invertidas.¹³⁶

Para poder clasificar los distintos tipos de inversores institucionales, un primer criterio sería el que atiende a los niveles de implicación de estos con sus clientes. Bajo este criterio se debe tener en cuenta, como hemos explicado en el epígrafe anterior, que no todos los inversores institucionales tienen como objeto social exclusivo la canalización del ahorro y su inversión colectiva, sino que algunos tienen un objeto social más amplio, en el cual se incluyen no solo este tipo de actuaciones sino otros servicios financieros.¹³⁷ Este sin duda sería el caso de las entidades de crédito, cuyo modelo de negocio, especialmente en nuestro país donde tenemos un modelo de banca universal,¹³⁸ incluye

¹³⁶ Así, ad.ex. se regulan los límites a la inversión para las IICs en el art. 23 LIIC, cuestión sobre la que hablaremos al tratar los principios de política de inversión que deben aplicar este tipo de inversores institucionales en nuestro país.

¹³⁷ Algunos autores, en especial TAPIA HERMIDA, han establecido una clasificación de dos niveles más estricta que la que se va a presentar en esta tesis. En su primer nivel se encontrarían prácticamente en exclusividad las instituciones de inversión colectiva, cuyo objetivo social principal es la inversión en instrumentos financieros y, particularmente, en valores negociables. Mientras, en el segundo nivel se encontrarían el resto de inversores institucionales cuyos objetos sociales principales son distintos a los de la inversión en el mercado bursátil. Al desarrollar sus finalidades principales habitualmente invertirán en el mercado bursátil, pero como decíamos este no será su objeto principal (TAPIA HERMIDA, A. J., “Institutional Investors and Corporate...”, cit., pág. 401; *Manual de Derecho del Mercado Financiero*, cit., pág. 339).

¹³⁸ El modelo de banca universal se caracteriza por la prestación no solo de servicios propiamente bancarios, sino también por la inversión directa en otras empresas así como la promoción empresarial. V. TAPIA HERMIDA, A. J., “Algunos aspectos del régimen jurídico de las actividades parabancarias”, en AA.VV., *Estudios de Derecho bancario y bursatil: Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, A. Polo Díez (coord.), vol. III, La Ley, Las Rozas (Madrid), 1994, págs. 2609-2642, pág. 2634.

Sin embargo, en otros países, como es el caso de los Estados Unidos, el modelo tradicional que regía en su Derecho es el de banca especializada, tal y como se regulaba en la *Glass-Steagall Act* de 1933, como popularmente se conoce a la *Banking Act* de los Estados Unidos (Pub. L. No. 73-66, 48 Stat. 162), norma

una extensísima relación de actividades que llevan a cabo, destacando la propia de las entidades de crédito, es decir, la recepción de fondos reembolsables del público,¹³⁹ así como la concesión de crédito, servicios conexos a las anteriores y servicios parabancarios,¹⁴⁰ o la prestación de servicios de inversión.¹⁴¹

Sin embargo, en esta tesis vamos a utilizar un segundo criterio que hace referencia a la titularidad real, no registral,¹⁴² de los instrumentos financieros que manejan los inversores institucionales en sus carteras de inversión. En otras palabras, vamos a diferenciar entre aquellos inversores institucionales que actúan por cuenta propia y aquellos que actúan por cuenta ajena.¹⁴³ Lo que tratamos, utilizando este criterio, es tener

que entre otras cuestiones, establecía la separación entre la banca comercial (o de depósitos) y la banca de inversión. En 1999, como consecuencia de la derogación de esta norma, a raíz de la *Financial Services Modernization Act*, surgieron mayores conglomerados financieros con un alcance más amplio en la línea de lo que ocurría en Europa. Sin embargo, no son pocos los que critican esta apertura hacia la banca universal unitaria, debido a los riesgos sistémicos que podía suponer (MINSKY, H. P., “La Reforma de la Banca en 1995: La Derogación de la Ley Glass Steagall, Asuntos Básicos”, *REI*, 14, 26, 2012, págs. 269-283, pág. 278) que, unido a la crisis financiera de 2008, hizo que el legislador estadounidense se planteara retornar, en cierta medida, a la situación anterior, volviendo endurecer las reglas de los mercados financieros. El resultado fue la aprobación de la *Volcker rule*, incorporada en 2012 a la *Dodd-Frank Act*, por la que se prohibió a los grandes bancos estadounidenses participar en el *proprietary trading* (negociación por cuenta propia) o en la administración de *hedge funds*; sin llegar al nivel de la revocada *Glass-Steagall Act*, separando completamente la banca de inversión de la banca comercial. Sobre las nuevas limitaciones a la actuación de las entidades de crédito, v., en términos generales, COFFEE, JR., J. C., “The political economy of...”, cit., págs. 1058-1062; FERNÁNDEZ TORRES, I., “La Volcker Rule y las iniciativas europeas”, *RDBB*, 136, 2014, págs. 293-299, pág. 295; y en particular sobre los *hedge funds* PALÁ LAGUNA, R., “Los intermediarios principales...”, cit., pág. 45 y ss.

¹³⁹ En concreto, “*la captación de fondos reembolsables del público, cualquiera que sea su destino, en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas*”, tal y como se recoge en el art. 3.1 LOSSEC al definir la reserva de actividad bancaria.

¹⁴⁰ Actividades como el arrendamiento financiero, la emisión y gestión de medios de pago o la concesión de avales y garantías (TAPIA HERMIDA, A. J., “Algunos aspectos del...”, cit., pág. *passim*).

¹⁴¹ Sobre la actividad bancaria en general, v. ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho del Mercado Financiero*, 2ª Ed., Marcial Pons, Madrid, págs. 176-185.

¹⁴² Cabe recordar que las acciones de las sociedades cotizadas deben estar representadas mediante anotaciones en cuenta, tal y como se recoge en el art. 496 LSC. Sobre los valores anotados en cuenta, en especial en el caso de acciones cotizadas, v. RECALDE CASTELLS, A., “Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de la poscontratación”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, A. Martínez Flórez, F.J. Garcimartín Alférez, A. Recalde Castells, (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 741-786, pág. 747.

¹⁴³ Respecto a este punto podemos anticipar que habrá algunos tipos de inversores institucionales que actuará de las dos formas, como es el caso de las entidades de crédito cuando invierten por cuenta propia y aquellos casos en los que lo hacen en nombre de sus clientes a través de servicios como la gestión de cartera de inversión.

en cuenta la circunstancia de si los inversores institucionales realizan la actividad inversora por cuenta propia o por cuenta de sus clientes o inversores. En virtud de este criterio podemos distinguir dos tipos de inversores institucionales: los de primer nivel y los de segundo nivel, tal y como exponemos en las páginas que siguen.

5.1.- Inversores institucionales de primer nivel

En el primer nivel situamos a los inversores institucionales que podemos denominar como “clásicos” o tradicionales,¹⁴⁴ esto es, aquellas personas jurídicas o entidades sin personalidad jurídica que captan los ahorros de pequeños inversores (*retail investors*) y que realizan habitual y profesionalmente, como su actividad principal o directamente relacionada, inversiones en valores mobiliarios e instrumentos financieros y, en particular, en valores negociables como son las acciones de las sociedades cotizadas, las obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda, que cotizan en el AIAF o se negocian en el mercado de deuda pública.¹⁴⁵

¹⁴⁴ Tradicionales por cuanto la doctrina habitualmente solo se refería a ellos al hablar de los inversores institucionales, al respecto v. ad.ex. la clasificación que incluía, ya en 1971, TRÍAS FARGAS, R., “Los inversores institucionales en el mercado de valores”, cit., págs. 46-50, donde señalaba como inversores institucionales a las “compañías de seguros”, las entidades de crédito (bancos y cajas de ahorros que desglosa por banca comercial, banca industrial y cajas de ahorro), cajas rurales y cooperativas de crédito e inversión colectiva (fondos de inversión y sociedades de inversión). Sin incluir en este caso a los fondos de pensiones que alcanzarían mayor presencia en años posteriores.

De forma similar lo hizo TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 90 y ss. al referirse a cinco tipos de inversores institucionales: fondos de pensiones públicos y privados, entidades de inversión colectiva, bancos e instituciones de crédito (y entidades promovidas por ellos), compañías de seguros de vida así como instituciones de carácter fundacional; si bien estas últimas han sido menos mencionadas en nuestra doctrina.

Otros autores, como son EISENBERG, M. A., “The Legal Roles of...”, cit., pág. 46; GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 137-138, consideran que la inclusión de las entidades de crédito en la categoría de inversores institucionales se trata de una confusión sobre el tratamiento de las mismas en la doctrina estadounidense, cuando estas referencias únicamente se hacían respecto a la gestión fiduciaria de carteras de los bancos y no a su inversión de forma directa, es decir, a lo que en esta tesis nos referiremos como inversores institucionales de segundo nivel. Continúa, por su parte, GARRIDO GARCÍA exponiendo que también considera dudosa la incorporación de entidades aseguradoras más allá de las mutuas de seguro de vida, excluyendo en todo caso las aseguradoras que se dediquen únicamente a seguro de daños.

¹⁴⁵ MATEU DE ROS CEREZO, R., “Introducción: Accionistas Institucionales...”, cit., págs. 6-7. Tras la reforma del TRLMV por el RD-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores (RD-ley 21/2017), se ha superado el concepto de mercados secundarios oficiales de valores, entre los que se encuentra la Bolsa de Valores, AIAF y MEFF (Mercado de Futuros y Opciones) para pasar a considerarse todos ellos como

Tendrán como uno de sus principales objetivos la rentabilización de la inversión colectiva, tratando de aumentar el valor de las aportaciones realizadas por sus clientes.¹⁴⁶ En principio, su objetivo no es ni controlar ni administrar las sociedades participadas, es más, en muchos casos estarán sujetos a requisitos de diversificación que les impedirán alcanzar porcentajes de control que les permitan realizarlo. Asimismo, en el caso de las IIC, ad.ex., debido a la alta diversificación que por exigencias de la normativa vigente (ad.ex. art. 30.2 LIIC) tienen que alcanzar sus carteras de inversión, éstas estarán compuestas por tal variedad de productos, y particularmente a nuestros efectos de acciones de distintas cotizadas, que en muchos casos no será posible el ejercicio de los derechos de forma meditada y particularizada para cada caso. Es por ello por lo que será habitual encontrar a algunos de estos inversores institucionales de primer grado como accionistas de carácter pasivo y apático dentro de la cotizada. Ello no obsta a que algunos inversores institucionales sean tradicionalmente más activos y que algunos de ellos hayan empezado a ejercer de forma más constante sus derechos políticos a raíz de los impulsos legislativos correspondientes.¹⁴⁷ Hay que tener en cuenta que dentro de este nivel, así

mercados regulados. Cabe señalar también que, desde 2018, el AIAF será el único mercado de renta fija gestionado por BME en el que se negociará deuda pública estatal, autonómica y local.

Además de estos mercados regulados, también existirán los sistemas multilaterales de negociación (SMN), como son el MAB (Mercado Alternativo Bursátil) y el MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija). Estos estaban definidos por el antiguo art. 317 TRLMV como “*todo sistema, operado por una entidad rectora de las referidas en el artículo 319 que permita reunir, dentro del sistema y según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en esta Ley*”. Dicha disposición ha sido derogada por el RD-ley 21/2017, sin que contenga una definición propiamente dicha, si bien se habla de sus organismos rectores en los arts. 3 y ss. y sobre sus normas reguladoras en el art. 31. Sobre los SMNs en su anterior regulación, v. PALÁ LAGUNA, R.; CUERVO ARANGO, C., “Alternativas a la financiación...”, cit., pág. 91.

Por último, conforme a MiFID II - MiFIR también se ha introducido una nueva tipología de centros de negociación, los Sistemas Organizados de Contratación (SOC u OTF por sus siglas en inglés), estando regulados en el nuevo RD-ley 21/2017, de 29 de diciembre. Estos se definen de forma negativa, y serán aquellos sistemas de negociación que no tengan la consideración de SMN o mercado regulado. En estos nuevos mercados, a diferencia de lo que ocurre en los mercados regulados y en los SMN, la negociación se podrá efectuar a través de reglas discrecionales. Los activos que pueden negociarse son renta fija, productos financieros estructurados, derechos de emisión o derivados, no incluyéndose acciones de sociedades anónimas [art. 4.1. (23) MiFID II], v. *Ibid.* pág. 92. Sobre esta reforma, v. TAPIA HERMIDA, A. J., “La aplicación de la normativa MIFID II desde el 3 de enero de 2018 y su trasposición al ordenamiento español”, *RDBB*, 149, 2018, págs. 187-202, pág. 190.

¹⁴⁶ QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 32.

¹⁴⁷ Entre los impulsos normativos destaca la regulación del ejercicio del derecho de voto obligatoriamente en ciertos supuestos para las gestoras de IICs según lo dispuesto en la LIIC y el RIIC, tal y como expondremos al presentar las principales características de este tipo de inversor institucional.

como de los siguientes, podemos encontrar una considerable variedad de inversores institucionales con diversas regulaciones sectoriales por lo que se hace complicado poder establecer unos criterios de actuación únicos en relación con el ejercicio de los derechos políticos.¹⁴⁸

Los clientes de los inversores institucionales tendrán derechos económicos indirectos sobre los valores mobiliarios ya sea como beneficiarios de los seguros contratados a través de las entidades aseguradoras, como partícipes en un fondo de inversión o de pensiones, como socio en una sociedad de inversión o como acreedor de un depósito titulado, entre otros.¹⁴⁹ Sin embargo, estos clientes no serán los titulares reales de los valores mobiliarios que adquiera el inversor institucional ni, en el caso de las acciones cotizadas, gozarán de derechos políticos sobre las acciones adquiridas.

Concluyendo, este tipo de inversor institucional comprenderá a aquellas entidades que adquieren y enajenan acciones de sociedades emisoras por cuenta ajena como parte de su política de inversión. Aunque como hemos comentado, en algunos casos también podrán tener una cartera propia de inversión como ocurre más habitualmente con las entidades de crédito. Figurarán en calidad de accionistas en el registro de valores anotados correspondientes, teniendo, en algunos casos, una participación significativa igual o superior al 3% de los derechos de voto.¹⁵⁰

Así pues, en este primer nivel encontramos a las instituciones de inversión, las entidades de crédito cuando actúan por cuenta propia,¹⁵¹ los fondos de pensiones, las

¹⁴⁸ RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism: the changing face of corporate ownership*, Taylor & Francis Group, New York, 1999, pág. 19.

¹⁴⁹ QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 31.

¹⁵⁰ TAPIA HERMIDA, A. J., “Concepto y tipología...”, cit., págs. 52-53 considera que ese nivel de participación se produce en la mayoría de los casos, sin embargo, esto será imposible en determinados supuestos en los que existen limitaciones legales que impiden alcanzar una influencia notable en la gestión de la sociedad, como veremos más adelante.

¹⁵¹ Las entidades de crédito pueden ser consideradas inversores institucionales de primer nivel cuando compran bajo su criterio acciones tanto para una cartera propia (reinvirtiendo los fondos recibidos vía depósitos por sus clientes) o cuando gestionan las carteras de los clientes sin que estos les hayan dado indicaciones precisas de que valores adquirir (gestión discrecional en virtud del art. 63.1 TRLMV), en calidad de empresa de servicio de inversión tal y como se regula en los arts. 128 y ss. TRLMV (en este punto señalar que el nuevo RD-ley 14/2018 ha modificado parte de su régimen jurídico). No tendrán esta consideración de inversor institucional de primer nivel cuando actúen como meros intermediarios. Para más información sobre el contrato bancario de gestión de carteras de inversión, v. PALÁ LAGUNA, R., “Los

entidades aseguradoras y, en algunos casos, también ESIs¹⁵² si gestionan una cartera propia de valores.¹⁵³

5.2.- Inversores institucionales de segundo nivel

En el segundo nivel nos encontramos ante inversores institucionales no clásicos o tradicionales. Con carácter general nos referimos aquellos intermediarios financieros o entidades responsables del depósito o custodia de los valores (custodios de valores), a nuestros efectos, acciones de sociedades cotizadas. Se trata, por tanto, de inversores por cuenta ajena o en interés de terceros, que se encargan de administrar los intereses de un colectivo de inversores (clientes), gestionando y representando sus derechos conjuntamente.¹⁵⁴

Estos intermediarios financieros serán quienes custodiaran los valores depositados, debiendo velar por el cobro del dividendo, notificar al cliente depositante de los valores la convocatoria de las juntas generales y cualquier otra información sobre los posibles eventos corporativos,¹⁵⁵ así como facilitarle el ejercicio de los derechos de información,

contratos de servicios...”, cit., págs. 1287-1288; TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho del Mercado Financiero*, cit., págs. 230-233.

También podemos señalar la actividad bancaria como promotores de fondos de inversión y fondos de pensiones e incluso la presencia de entidades aseguradoras dentro de su conglomerado empresarial (art. 2 de Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero).

¹⁵² Las ESIs son entidades autorizadas para realizar diversas actividades relacionadas con los mercados bursátiles, ya sean a favor de los inversores o de los emisores. Entre las diversas actividades que pueden llevar a cabo se incluyen, entre otras, recibir, transmitir y ejecutar órdenes de compra y venta de acciones, la gestión de carteras, actuar como depositarios de valores, el asesoramiento en materia de inversión, la gestión de SMNs o SOCs y el aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme (aunque también lo pueden hacer si ese compromiso); además de una serie de servicios auxiliares a estas actividades. Su régimen jurídico se encuentra en los arts. 138 y ss. del TRLMV. Según los servicios que presten podrán adoptar las siguientes formas jurídicas: sociedad de valores, agencia de valores, sociedad gestora de carteras y las empresas de asesoramiento financiero (art. 143 TRLMV).

¹⁵³ Al igual que ocurre con las entidades de crédito, las ESIs únicamente tendrán la consideración de inversores institucionales de primer grado cuando adquieran por cuenta propia las acciones, ad.ex. cuando aseguran la colocación de una emisión (art. 140.f TRLMV) o cuando directamente negocien por cuenta propia (art. 140.d TRMLV). En aquellos supuestos que actúen como meros intermediarios tendrán la consideración de inversores institucionales de segundo grado.

¹⁵⁴ MATEU DE ROS CEREZO, R., “Introducción: Accionistas Institucionales...”, cit., pág. 5.

¹⁵⁵ Por eventos corporativos (*corporate events*), o actos societarios según el RE 2018/1212, se entienden todas aquellas operaciones financieras o societarias que lleve a cabo el emisor de valores (la sociedad

representación y voto a distancia en las juntas generales de las sociedades en las que invierten en nombre de los verdaderos titulares (*beneficial owners*) de los derechos.¹⁵⁶ Aunque una interpretación extensiva debería incluir también a aquellas entidades que realizan una gestión de carteras o incluso otros supuestos más amplios por los que los inversores institucionales actúen por cuenta de los titulares efectivos de las acciones, como puede ser la representación, la cesión del derecho de voto y otros negocios jurídicos por los que un tercero podría ejercer el derecho de voto del titular real de las acciones como son el usufructo, el préstamo de valores, el uso de derivados financieros o la fiducia, por poner algunos ejemplos. Todo ello a cambio de las comisiones que la entidad de crédito o las ESIs devenguen por la prestación de los referidos servicios.¹⁵⁷

cotizada en este caso) y que generen algún tipo de prestación o derecho a favor de los titulares de los valores o, por el contrario, que tengan que hacerlas estos a favor del emisor. Entre los eventos corporativos más habituales encontramos, ad.ex., las distribuciones (ya sean de dividendos, de intereses o de cualquier otra naturaleza), modificaciones estructurales (como puede ser la decisión de realizar una fusión o una adquisición, o la implantación de medidas antiOPA) pero también puede tratarse de reorganizaciones que afecten al valor del subyacente (la recompra de acciones, una agrupación de acciones o *splits*). V. BRIGGS, T. W., “Corporate Governance and...”, cit., pág. 689; FERREIRA, M.; MATOS, P., “The colors of investors’ money: The role of institutional investors around the world”, *J. Fin. Econ.*, 88, 3, 2008, págs. 499-533, pág. 501; MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTIN, F., “Los eventos corporativos”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, A. Martínez Flórez, F.J. Garcimartín Alférez, A. Recalde Castells, (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 843-862, pág. 844.

¹⁵⁶ Las entidades intermediarias además de informar puntualmente a sus clientes sobre su inversión, deberán recabar las instrucciones para el ejercicio del derecho de voto así como el sentido del mismo de los titulares últimos, estando legitimados y, por tanto, se presume titular legítimo, el socio que figure inscrito en el registro contable de la sociedad emisora en cuestión (art. 13 TRLMV).

En particular, respecto a la intervención de los intermediarios financieros en el ejercicio de voto o la delegación del mismo por las entidades intermediarias titulares de los registros contables ha escrito PERDICES HUETOS, A. B., “Estructura del accionariado e intervención de intermediarios financieros: ejercicio del voto y otorgamiento de delegaciones de voto por parte de entidades intermediarias titulares de los registros contables”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 803-815.

¹⁵⁷ Ya sea por comisiones que se devengan en el ejercicio de la representación (u otro tipo de negocio jurídico por el que el inversor institucional ejerza los derechos políticos de sus clientes), el contrato de gestión de carteras o por la custodia y administración de valores, o cualquier otro contrato que tenga asociada la administración de los derechos. En general, sobre el modelo de negocio de los intermediarios financieros, v. DE ALBA BASTARRECHEA, M., “Aspectos relevantes de los...”, cit., págs. 165-168. En cuanto a la mera representación de los accionistas hablaremos al presentar los mecanismos de activismo que pueden utilizar los inversores institucionales en el contexto de la junta general de accionistas.

El papel que jugarían en este caso los inversores institucionales respecto al gobierno corporativo de las sociedades cotizadas sería el de intervenir en nombre de sus clientes y no en el suyo propio, en el ejercicio de representación de los derechos dominicales de estos. De esta forma, podemos afirmar que la principal finalidad de estos inversores institucionales no será la intervención en el funcionamiento de la sociedad, sino, según los servicios de inversión que presten, la de obtener la mejor rentabilidad posible para la inversión de sus clientes o la gestión del derecho de voto que éstos les hayan delegado. No obstante, pueden existir supuestos en los que estos inversores institucionales de segundo nivel tengan intereses propios en el devenir de la sociedad emisora y esto les lleve a prevalerse de su posición.¹⁵⁸

Por otro lado, respecto al contrato de gestión de carteras de inversión podemos decir que se trata de un contrato por el que una ESI o una entidad de crédito gestiona discrecional y de forma individual una cartera de inversión con arreglo a los mandatos conferidos a los inversores (art. 140.d) y 145.1 TRLMV, respectivamente). La gestión puede tener la consideración de asesoramiento cuando la entidad únicamente plantea posibles operaciones pero es el cliente quien tiene toma la decisión final sobre si realizarlas o no; o como una gestión discrecional, cuando la entidad que presta el servicio tiene margen y libertad para actuar de forma que pueda realizar bajo su criterio las correspondientes operaciones, teniendo en cuenta las características y mandatos de sus clientes. V. PALÁ LAGUNA, R., “Los contratos de servicios...”, cit., pág. 1297; TAPIA HERMIDA, A. J., *El contrato de gestión de carteras de inversión*, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1995, págs. 215-217.

Por último, sobre el contrato bancario de custodia y administración de valores e instrumentos financieros negociables, podemos señalar que se trata de otro servicio que pueden prestar ESIs o las entidades de crédito como servicio auxiliar a sus clientes, por el que se obligan a guardar o conservar, en este caso, las acciones sociedades sociedad cotizada así como su administración (cobro de dividendos y la realización de aquellos actos que sean necesarios para la conservación de los derechos de los clientes). V. TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho del Mercado Financiero*, cit., págs. 228-230.

Este último tipo de contratos han sido objeto de multitud de reclamaciones judiciales en los últimos tiempo, ad.ex. por la problemática relacionada con las “preferentes”. Sírvase de referencia, ad.ex. la STS (Sala 1ª) núm. 491/2017, de 13 de septiembre por la que se resuelve un recurso de casación dimanante de un procedimiento en el que se había ejercitado una acción de nulidad del contrato de depósito y administración de valores y, subsidiariamente, una acción resolutoria del mismo contrato, en ambos casos por incumplimiento por el banco demandado del deber de información sobre las características y riesgos de cierto producto financiero, en este caso unas preferentes. Obligaciones que vendrán definidas según el tipo de cliente de que se trate.

¹⁵⁸ En estos casos será clave establecer mecanismos para evitar posibles conflictos de intereses, tal y como se recoge en el art. 523 LSC. Para evitar este tipo de situaciones, el representante debería informar previamente al accionista sobre la existencia de una situación de conflicto de interés. Si esta situación se produjera con posterioridad al nombramiento del representante deberá informar inmediatamente al representado y, en ambos casos, si este no otorga instrucciones precisas sobre el voto deberá abstenerse de votar. V. SÁNCHEZ RUIZ, M., “Voto y conflicto de intereses del accionista”, *RLM*, 4, 2017, págs. 121-128, págs. 122-123; VIVES RUIZ, F., “Los conflictos de intereses de los socios con la sociedad en la reforma de la Legislación Mercantil”, *RDBB*, 137, 2015, págs. 7-62, pág. 101.

Es conveniente señalar también que, debido al régimen jurídico de registro de anotaciones en cuenta, con frecuencia en estos supuestos será el inversor institucional el que figurará en los registros contables de las acciones cotizadas como titular de las acciones.¹⁵⁹ Se distingue, por lo tanto, entre titularidad formal y titularidad material. En los casos que mencionábamos, la referencia registral a los accionistas (“titulares formales”) solo indica quién actúa en interés de unos accionistas finales o reales (“titulares materiales”) o beneficiarios de las acciones.¹⁶⁰ Hay que recordar que sólo los primeros son, a efectos jurídicos, accionistas de la sociedad. Sin embargo, a efectos del ejercicio de derechos políticos y económicos, la sociedad emisora solo tendrá por accionista al inversor institucional, sin que la relación previa o subyacente entre el institucional y los accionistas finales, cuyas acciones gestiona el primero, afloren o se tenga en cuenta en relación con los derechos de accionista de la sociedad emisora.¹⁶¹

Es por ello por lo que podemos afirmar que la principal diferencia entre el primer nivel de la clasificación la encontramos en la titularidad real de los valores. Mientras en el primer nivel los inversores institucionales son adquirentes finales, aquí nos

¹⁵⁹ Como se matiza, no siempre ocurrirá así, pues también se pueden recoger en este apartado las simples representaciones y delegaciones del derecho de voto donde el verdadero titular sí figurará como titular, al menos en el registro de detalle, respecto de valores representados por anotaciones en cuenta.

¹⁶⁰ Sobre esta disociación entre el titularidad real (*beneficial owner*) y titularidad formal o fiduciaria (*nominee*) habla FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Los Problemas Societarios y de Gobierno Corporativo del llamado «Voto Vacío» (Empty Voting) Parte I”, en AA.VV., *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*, C. Alonso Ledesma y A. Alonso Ureba (dirs.), Civitas, Madrid, 2013, págs. 619-655, pág. 641 *et passim*. Sobre esta cuestión hay que remitirse al art. 13 de la Directiva 26/2007/CE sobre la supresión de ciertos obstáculos al ejercicio efectivo del derecho de voto, transpuesto a nuestro derecho vía el art. 524 LSC.

¹⁶¹ Sin embargo, el legislador europeo busca garantizar un mejor funcionamiento de este sistema así como tratar de establecer cauces para que, por un lado llegue la información del emisor a los accionistas finales sobre los posibles eventos corporativos, el ejercicio de derechos u obligaciones y las fechas clave respecto al reconocimiento, ejercicio, cumplimiento o pago de los mismos; y, por otro lado, las decisiones se tomen por los inversores finales. Así, respecto a esta última cuestión, en el caso del ejercicio de los derechos por parte de los inversores finales esta no se realizará directamente por estos sino a través de las entidades participantes y mediante la entidad agente que designe el emisor. Para el correcto ejercicio, el legislador europeo trato de suprimir los obstáculos para su ejercicio en el mencionado art. 13 Directiva 2007/36, además de tratar de reforzar el derecho de los emisores a conocer la identificar a sus accionistas, vía el nuevo art. 3.bis sobre la identificación de los acciones de la Directiva 2007/36, incorporado vía la reforma realizada por la Directiva 2017/828. Sin embargo sigue sin tratarse directamente el problema sobre cómo conocer quién es el titular real o beneficiario último, ni sobre cómo confirmar el correcto ejercicio de voto realizado por el titular real. V. MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTIN, F., “Los eventos corporativos”, cit., págs. 845-846. En esta línea también regulaba cuestiones relacionadas el RE 2018/1212 sobre el que hablaremos al final de este capítulo.

encontramos con intermediarios financieros (titulares formales) que adquieren los valores o ejercen los derechos a ellos inherentes por cuenta de los clientes, que continuarán siendo los titulares reales de los mismos.¹⁶² Cuestión distinta es quien figurará como titular en el registro de valores anotados o quién ejercerá efectivamente los derechos, si serán los propietarios reales o si los ejercerán también en este caso los inversores institucionales por la delegación que en ellos realizan los titulares reales de las acciones.

Como sujetos participantes del mercado de valores, respecto a los inversores institucionales de segundo nivel, será relativamente frecuente que reúnan conjuntamente la condición de inversor cualificado¹⁶³ y de accionista significativo,¹⁶⁴ ya que no será habitual que estén sometido a reglas de diversificación como en el caso de algunos de los principales tipos de inversores institucionales de primer nivel. Asimismo, hay que tener en cuenta que la consideración de cualificado de estos inversores trae causa diferentes consecuencias, como son la innecesaridad de especial protección por el Derecho del mercado de valores dados sus conocimientos en materia de inversión y que el legislador administrativo establezca un régimen de comunicación de participaciones significativas (transparencia del mercado).

Como conclusión preliminar, podemos afirmar que dentro de este segundo nivel encontramos una variedad muy heterogénea de inversores institucionales. Sin ánimo de recoger toda la casuística, y teniendo en cuenta la facilidad de este mercado para encontrar nuevas formas de prestación de servicios de inversión podemos incluir aquí a las

¹⁶² QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 31.

¹⁶³ Como ya hemos comentado con anterioridad al hablar de los tipos de inversores según la normativa del mercado de valores, y en concreto a los efectos del art. 35 TRLMV y del art. 39 del RD 1310/2005.

¹⁶⁴ Sobre los accionistas significativos y los accionistas de control minoritario hemos tratado al explicar los diferentes tipos de accionistas según el porcentaje de participación. Cabe recordar que la normativa considera una participación como significativa cuando esta es superior al 3% en virtud del art. 23 RD de Transparencia; o de un 1% si el sujeto obligado tiene residencia en un paraíso fiscal (art. 32 del reseñado RD).

entidades de crédito,¹⁶⁵ ESIs,¹⁶⁶ o los custodios internacionales de valores,¹⁶⁷ sobre los que volveremos al final de este capítulo.

6.- Descripción de los principales tipos de inversor institucional

A pesar de que el objeto principal de esta tesis no sea la delimitación y caracterización de los principales tipos de inversores institucionales, hemos considerado conveniente incluir unas breves referencias a su regulación con el objetivo de delimitar correctamente el ámbito subjetivo de la figura del inversor institucional. Esto debería ayudarnos posteriormente a entender por qué ciertos inversores institucionales actúan de forma diferente y cual es la verdadera motivación que les lleva en algunos casos a ser unos accionistas activos en el contexto societarios y, en otras ocasiones, a ser más bien unos accionistas pasivos como el resto de los inversores minoritarios que forman parte del *free float*.

Como hemos anticipado en el epígrafe anterior, no es fácil establecer con carácter general la forma en que actúan los diversos inversores institucionales respecto al gobierno corporativo de las sociedades cotizadas que forman parte de su cartera de inversión.¹⁶⁸ En cierta medida, influye en este aspecto el tipo de organización que adopta cada inversor institucional así como la regulación sectorial a la hora de definir su forma de operar como inversores y la forma de ejercer los derechos políticos inherentes a las acciones. Así, ad.ex., dentro de la regulación sectorial se incluirán materias como la obligación de

¹⁶⁵ Las entidades de crédito cuando estén autorizadas a prestar servicios de inversión, tal y como regula el art. 145 TRLMV.

¹⁶⁶ Los servicios de inversión que pueden prestar las ESIs están regulados en el art. 140 TRLMV, tal y como ya hemos ido anticipando en diversos supuestos.

¹⁶⁷ Los custodios internacionales de valores en nuestro ordenamiento no son una categoría legalmente diferente de las entidades que hemos ido señalando, sino que podrán ser depositarias centrales de valores, ESIs o bancos de inversión, si bien sí que está admitida esta denominación en el ámbito internacional. V. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J.; SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S., “Valores negociables y custodia internacional: algunas cuestiones fundamentales”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, A. Martínez Flórez, F.J. Garcimartín Alférez, A. Recalde Castells, (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 797-830, pág. 788; SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2009, pág. 332.

¹⁶⁸ Sobre la heterogeneidad de los inversores institucionales destacamos las obras de RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., págs. 19-27; SHERMAN, H.; BELDONA, S.; JOSHI, M., “Institutional Investor Heterogeneity: Implications for Strategic Decisions”, *CGIR*, 6, 3, 1998, págs. 166-173, págs. 167-169.

diversificación o los límites a la hora de definir la composición de las carteras de inversión como es el caso para las IICs (art. 23 LIIC y regulación concordante) y de los planes y fondos de pensiones (art. 16 LPFP y regulación concordante).

El legislador fijará en algunos casos estos límites cuantitativos con el objetivo de alcanzar un cierto grado de diversificación de la inversión y de evitar un nivel alto de influencia sobre la sociedad participada.¹⁶⁹ No hay que olvidar que uno de los motivos por los que surgieron instituciones como las IICs era para que, mediante la inversión colectiva, pequeños inversores individuales pudieran beneficiarse de carteras de inversión diversificadas de forma que repartieran los riesgos y se pudiera obtener una mayor rentabilidad.¹⁷⁰ Por otra parte, estas limitaciones harán que potenciales inversores institucionales activistas no puedan serlo al impedirles una verdadera influencia sobre el funcionamiento de la sociedad invertida.¹⁷¹

Dicho lo cual, en este epígrafe vamos a analizar los tipos de inversores institucionales más comunes. Describiremos sus principales aspectos organizativos y

¹⁶⁹ Estudiaremos a continuación estos límites y restricciones según el régimen jurídico para cada tipo de inversor institucional en su apartado correspondiente. Para unas notas generales, V. QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 32.

¹⁷⁰ Además de motivos de carácter fiscal, el legislador nacional quería facilitar el acceso del ahorro privado de los pequeños inversores a los mercados de valores, delegando su gestión en intermediarios financieros especializados. V. PALÁ LAGUNA, R., “Los intermediarios principales...”, cit., pág. 34.

¹⁷¹ Es por ello por lo que algunos de los inversores institucionales nacionales, por regla general, mantienen un comportamiento abstencionista o simplemente votando a favor de las decisiones del consejo de inversión, y utilizando la *Wall Street Rule* en aquellos casos en los que no estén de acuerdo con la gestión. V. TAPIA HERMIDA, A. J., “El activismo societario de los principales inversores institucionales: fondos de inversión y fondos de pensiones”, en AA.VV., *Gobierno corporativo y crisis empresariales*, Marcial Pons, Madrid, 2006, págs. 523-548, pág. 536. Aspecto que, ad.ex. no ocurre para los *hedge funds* gracias a su flexibilidad inversora, entidades a las que no se aplica el estricto régimen sobre inversiones de las IICs (GARCÍA MARTÍNEZ, L. M., “La influencia de la inversión...”, cit., pág. 13). Únicamente tendrán como limitación que su endeudamiento no podrá ser superior a cinco veces el valor de su patrimonio (según el art. 73.l del RIIC para las IICs de inversión libre), v. PALÁ LAGUNA, R., “Los intermediarios principales...”, cit., págs. 35-36.

No obstante todo lo anterior, en aquellos casos en los que el *free float* de la sociedad participada sea suficientemente alto, a pesar de estar nomas que limitan y obligan a la diversificación de inversiones, no impedirán que tengan una cierta influencia significativa sobre los gestores de la sociedad. V. ALONSO UREBA, A.; RONCERO SÁNCHEZ, A., “IIC, buen gobierno y responsabilidad social corporativa”, en AA.VV., *Situación actual y perspectivas de las IIC*, J.C. Ureta Domingo (coord.), Fundación de Estudios Financieros, Madrid, 2009, págs. 195-214, pág. 197.

aquellos puntos que nos ayudarán a entender su forma de influir en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en las que participan.

6.1.- Las entidades de inversión colectiva

Hemos decidido empezar por este tipo de instituciones porque son estas entidades las que tienen el régimen de política de implicación más amplio de nuestro ordenamiento. Destaca especialmente su regulación respecto del ejercicio del derecho de voto obligatorio para las sociedades gestoras de IICs en ciertos supuestos,¹⁷² tal y como expondremos al explicar el régimen de inversión que deben seguir este tipo concreto de entidades de inversión colectiva.

Sin más dilación, pasamos a presentar en primer lugar las principales características de este tipo de instituciones. Se consideran entidades de inversión colectiva¹⁷³ aquellas entidades que captan el ahorro o la inversión de un grupo de personas para gestionarla e invertirla a su vez en instrumentos financieros, especialmente valores, de otros emisores.¹⁷⁴ Esta forma de invertir permite a pequeños inversores beneficiarse de una

¹⁷² La regulación del ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores, en este caso las acciones de las sociedades cotizadas, constituye uno de los elementos de la política de implicación de las IICs (EMBED IRUJO, J. M.; DEL VAL TALENS, P., *La responsabilidad social corporativa y el Derecho de sociedades de capital: entre la regulación legislativa y el soft law*, Boletín Oficial del Estado, Madrid, 2016, pág. 135).

¹⁷³ Muchos autores utilizan el término institución de inversión colectiva (IIC) para referirse de forma conjunta a todos los tipos de entidad de inversión colectiva, tanto de tipo cerrado como abierto. Sin embargo, en esta tesis, vamos a tratar de utilizar la denominación legal correcta y reservar el término IIC únicamente para referirnos a aquellas entidades de inversión colectiva que se regulan bajo la LIIC. Por lo tanto, las IICs de tipo de cerrado, las denominaremos como entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, instituciones que se encuentran reguladas en la LECR (tal y como se desprende los arts. 1 y 2 de la LECR). Esta expresión ya la utilicé, con anterioridad, para hacer referencia al conjunto de instituciones que llevan a cabo actividad de inversión colectiva: RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Entidades del mercado de inversión colectiva. Instituciones de inversión colectiva. Sociedades y Fondos de inversión”, en AA.VV., *Instituciones del mercado financiero*, J. Martínez-Simancas Sánchez, A. Alonso Ureba, (coords.), vol. 6, Sopec, Madrid, 1999, págs. 3487-3590, pág. 3488; así como TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 91 y 97-98.

No obstante lo anterior, como veremos más adelante, entre las sociedades cotizadas españolas será más habitual ver IICs que entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, por lo que a lo largo de la tesis cuando se hable del papel de los inversores institucionales será más normal que la referencia se haga a las IICs.

¹⁷⁴ La definición legal de IIC es aquella institución que tiene “*por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos*” (art. 1 LIIC).

gestión profesional de sus ahorros así como la diversificación de su cartera, convirtiéndolo en el vehículo por excelencia para realizar sus inversiones.¹⁷⁵

Como hemos visto en el apartado anterior sobre la clasificación de los inversores institucionales, las entidades de inversión colectiva y, en especial, las IICs, son consideradas el prototipo de “inversor institucional”, un inversor institucional en el sentido clásico o tradicional. Su principal objetivo será la inversión de los fondos recibidos, a diferencia de otros tipos de inversores institucionales, como ad.ex. las entidades aseguradoras, cuya principal actividad es la del seguro directo de vida o de distinta categoría al de vida (según el art. 6 de la LOSSEAR), siendo una actividad secundaria la inversión de los fondos de sus clientes con el objetivo de obtener una rentabilidad que les permita hacer frente a sus obligaciones financieras con los clientes a su vencimiento (arts. 68 y ss. de la LOSSEAR).

6.1.1.- Antecedentes históricos de las entidades de inversión colectiva

Como casi todos los aspectos estudiados en la presente tesis, el origen de las entidades de inversión colectiva se encuentra en la práctica anglosajona.¹⁷⁶ Su evolución es paralela al surgimiento de alternativas organizativas para la administración de bienes en favor de terceros -la sociedad y el trust, en particular, los *investment trust* británicos-. La prevalencia de una u otra forma de organización en cada momento histórico dependió

Aunque, nuestro ordenamiento no recoge una definición *per se* para entidad de inversión colectiva, podemos entender que se trata del conjunto entidades de inversión colectiva ya sean de tipo abierto o de tipo cerrado tal y como se desprende de la LECR. Si bien se utilizada una denominación separada para las entidades de capital-riesgo, en su propia definición (art. 3 LECR) se expone que son un subtipo de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

En general, sobre las entidades de inversión colectiva y, concretamente respecto de las IICs y su particular rol en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas de nuestro país, v. GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 183 y ss.; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Entidades del mercado de...”, cit., pág. *passim*; TAPIA HERMIDA, A. J., *Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización*, Dykinson, Madrid, 1998, pág. *passim*; IDEM, *Manual de Derecho del Mercado Financiero*, cit., pág. 348 y ss.; TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 97 y ss. Además de la detallada obra realizada por INVERCO sobre la inversión colectiva en España y la bibliografía en ella referenciada, FUNDACIÓN INVERCO, *Medio siglo de Inversión Colectiva en España*, Fundación Inverco, Madrid, 2007.

¹⁷⁵ Incluso les permitirá tener mayor liquidez que otros instrumentos como son los fondos de pensiones o los seguros. RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., pág. 21.

¹⁷⁶ ARRIZABALAGA URIARTE, F., *Nuevo reglamento de instituciones de inversión colectiva y disposiciones de desarrollo*, Wolters Kluwer, Hospitalet de Llobregat (Barcelona), 2015, pág. 39.

del nivel de regulación de cada figura en ese periodo.¹⁷⁷ Así, cuando la normativa era sustancialmente imperativa, se acudía a la figura del *trust*, ya que su configuración es más flexible. Cuando ocurría lo contrario, es decir, cuando la regulación permitía una cierta flexibilidad, la forma organizativa preferida para la gestión solía ser la forma societaria, ya que en esos casos los gestores suelen dar mayor relevancia al beneficio de la responsabilidad limitada.¹⁷⁸

¹⁷⁷ V. DAMBORENEA AGORRIA, I., “La estructura jurídica de los fondos de inversión del Derecho angloamericano”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, vol. 110, 2008, pág. 149 y ss, págs. 150-152 y la bibliografía allí citada.

¹⁷⁸ El tratamiento del principio de responsabilidad limitada en el Reino Unido es especialmente relevante dentro del Derecho societario y ciertamente protegido por su regulación. Aún hoy en día es un principio que en escasas ocasiones se suprime, siendo contados los casos en los que se aplica la doctrina del levantamiento del velo en ese país. V. ARMOUR, J.; HERTIG, G.; KANDA, H., “Transactions with Creditors”, en AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*, 3ª Ed., Oxford University Press, Oxford, 2017, págs. 109-143, págs. 131-132 señalan el Reino Unido y Francia como aquellos países donde es más complicado aplicar esta doctrina.

En la relativamente reciente Sentencia del caso *Prest Vs. Petrodel* [*Prest Vs. Petrodel Resources Limited and others* (2013) UKSC 34 (2012) EWCA Civ 1395, resuelto por la Corte Suprema del Reino Unido el 12 de junio de 2013], se puede observar la poca aplicación que ha tenido la doctrina del levantamiento del velo en el Reino Unido. No es que la responsabilidad limitada no haya sido objeto de abusos flagrantes tanto en el Reino Unido como en el resto de países de nuestro entorno, pero tras el Caso *Salomon Vs. Salomon* se impuso en este ordenamiento una rígida limitación para poder aplicar la doctrina del levantamiento del velo (MUCHA, A., “Piercing the corporate veil doctrine under English company law after *Prest v Petrodel* decision”, *Instytut Allerhand WP series*, 19, 2017, págs. 1-21, pág. 5, consultado en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2962934).

Como decíamos, el Caso *Salomon Vs. Salomon* [Sentencia *Salomon Vs. A Salomon & Co Ltd* (1896) UKHL 1, (1897) AC 22, resuelto por la *House of Lords* el 16 de noviembre de 1896] creó un precedente por el que prácticamente parecía anteponerse el principio de responsabilidad limitada a cualquier circunstancia. En este caso, el Sr. Salomon era un pequeño empresario individual que, queriendo aprovechar los beneficios de la responsabilidad limitada, constituyó una sociedad con él como principal accionista, reteniendo 20.001 acciones de un total de 20.007, repartiéndose las 6 acciones restantes entre su mujer y sus cinco hijos mayores. Una vez constituida la sociedad el Sr. Salomon adquiere unas obligaciones privilegiadas frente a la sociedad. De esta forma, llegada la liquidación de ésta, en virtud de su posición como acreedor privilegiado, podría aprehender gran parte de los bienes de la compañía, dejando a los verdaderos acreedores de la sociedad sin bienes con los que cobrarse sus deudas. Sorprende que la Sentencia se dictara a favor del Sr. Salomon justificando que se trataba de una persona jurídica, sin aplicar la teoría del levantamiento del velo a pesar de las circunstancias del caso.

A la vista de la especial protección al principio de responsabilidad limitada o inmanente existente en el Reino Unido, se puede entender el recurso preferente a figuras societarias (*limited liability company*) frente a los trusts.

En nuestro país destaca sobre esta materia. además de la monografía de BOLDÓ ROSA, C., *Levantamiento del velo y persona jurídica en el Derecho privado español*, 4ª Ed., Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, el trabajo de MARÍN CASTÁN, F., *Sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2007, págs. 29-80 en donde se recogen algunas de las Sentencias que fueron fijando la doctrina

Una de las primeras normas sobre la inversión colectiva en el Derecho positivo español la encontramos en la Ley de 15 de julio de 1952, sobre el régimen jurídico-fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria, casi un siglo después de la aparición de los primeros *investment trust* británicos en 1860.¹⁷⁹ En dicha norma se regulaba fiscalmente un tipo especial de sociedades, las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo, el antecedente de las antiguas sociedades de gestión de cartera dónde vuelve a aparecer esta expresión “sociedades de cartera” en el sentido en el que se usa aquí,¹⁸⁰ que a su vez son el antecedente de las actuales IICs armonizadas. Pese al carácter fiscal de la norma, en su art. 1 se leía que se consideran sociedades de inversión mobiliaria aquellas sociedades anónimas que tuvieran por objeto exclusivo “*la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios, para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria o política en otras Sociedades*”. Estamos, por tanto, ante una primera aproximación al concepto de nuestras actuales IIC, de forma que aunque no se

del levantamiento del velo en nuestro país. Una de las Sentencias clave para definir esta doctrina fue la STS (Sala 1ª) núm. 21/2005 de 28 de enero de 2005 en la que se define esta técnica como “*un procedimiento para descubrir, y reprimirlo en su caso, el dolo o abuso cometido con apoyo en la autonomía jurídica de una sociedad, sancionando a quienes la manejan, con lo que se busca poner coto al fraude o al abuso*”.

¹⁷⁹ ARRIZABALAGA URIARTE, F., *Nuevo reglamento de instituciones...*, cit., pág. 39.

¹⁸⁰ No hay que confundir este término con la utilización actual del concepto de “sociedad de cartera” por nuestro legislador, ya que con esta expresión se hace referencia a una sociedad *holding*, una entidad cuyo objeto social principal es la tenencia de acciones de otras compañías, habitualmente, pero no necesariamente, dentro de un mismo grupo y bajo su control. Así, ad.ex., en el caso de las entidades aseguradoras que formen parte de un grupo, el art. 131.i) LOSSEAR incluye una definición de sociedad de cartera de seguros como “*una entidad matriz cuya actividad principal consista en adquirir y poseer participaciones en filiales que sean exclusiva o principalmente entidades aseguradoras o reaseguradoras, incluyendo entidades domiciliadas en terceros países cuando en este caso al menos una de las filiales esté domiciliada en la Unión Europea, y que no sea una sociedad financiera mixta de cartera*”.

Por otro lado, en el ámbito del mercado del crédito, el Reglamento (UE) nº 575/2013, de 26 de junio del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 648/2012, define como sociedad financiera de cartera en su art. 4.20 aquella “*entidad financiera cuyas filiales sean, exclusiva o principalmente, entidades o entidades financieras, que cuente al menos con una entidad entre sus filiales y que no sea una sociedad financiera mixta de cartera*”. Mientras que si la sociedad matriz no tienen carácter financiero, podemos hablar de “sociedad mixta de cartera”, tal y como define el art.4.22) del mencionado Reglamento: “*una empresa matriz, distinta de una sociedad financiera de cartera, de una entidad o de una sociedad financiera mixta de cartera, que cuente al menos con una entidad entre sus filiales*”.

entre en mucho detalle, ya aparecen sus principales notas caracterizadoras, así como algunas notas respecto a su regulación mercantil.

En esta primera norma, la Ley de 15 de julio de 1952, el legislador destaca en su Exposición de Motivos que ha “persuadido” al gobierno sobre la conveniencia de estimular y movilizar el ahorro nacional hacia la inversión mobiliaria en la industria siempre necesitada de fondos. Entiende que estos pequeños ahorradores, en muchas ocasiones dispersos geográficamente, y con posible falta de conocimientos financieros, necesitan de las sociedades de cartera para canalizar su ahorro y obtener una rentabilidad que gracias a la inversión conjunta verán diversificados los riesgos. Su inversión a través de estas sociedades también les aportará unas mayores garantías y una mayor rapidez en las operaciones. Ya en esta primera norma de carácter fiscal se establecen los dos pilares del régimen jurídico de las IIC: la eficiencia en la asignación del ahorro y la protección de los inversores, gracias a la compensación riesgo-beneficio y el suministro de información. Las IICs son, por tanto, el instrumento idóneo para organizar ese ahorro disperso y “desorientado”.¹⁸¹

La Ley de 15 de julio de 1952 fue en la práctica poco aplicada debido a sus limitaciones y restricciones, especialmente respecto al régimen de inversiones previsto para este tipo de entidad de inversión colectiva. Es por ello por lo que, con el objetivo de mejorar la regulación existente, pocos años después se promulgó la Ley de 26 de diciembre de 1958 sobre régimen jurídico fiscal de la Sociedades de Inversión Mobiliaria. Esta regulación a su vez fue modificada y complementada posteriormente por el Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio. Esta última norma a su vez suponía el desarrollo de las bases sexta.c) y octava de la Ley 2/1962, de 14 de abril, sobre bases de ordenación del crédito y de la banca,¹⁸²

¹⁸¹ V. la Exposición de Motivos, párrafo primero y tercero, de la Ley de 15 de julio de 1952, sobre el régimen jurídico-fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria.

¹⁸² La base sexta de la Ley 2/1962 establecía una serie de medidas necesarias que, sin alterar la organización de la Banca mixta, se tendiera a su especialización y a la regulación de la Banca privada respecto a diversos aspectos entre los que se encuentra el apartado c, que decía así: “*Enajenación en los plazos que se determinen de los valores industriales en poder de cada Banco por la cuantía que exceda del límite que se fije. Para dicha enajenación se establecerán los adecuados procedimientos y normas, tanto en lo relativo a un favorable tratamiento fiscal de las plusvalías como a porcentajes graduales y otros aspectos*”. Es decir, se pretendía una suerte de desinversión industrial por parte del sector bancario existente, ejecutada vía el estímulo de la inversión colectiva.

bases recogidas debido a que el legislador consideraba que era necesario apoyar el desarrollo de las sociedades de cartera y otórgales mayores facilidades para fomentar el ahorro a través de estos instrumentos. Además, se acudiría a estas sociedades para enajenar, en su caso, la cartera industrial que poseía la banca privada sin producir fuertes alteraciones en el mercado de capitales. En este segundo objetivo ya se puede observar la gran vinculación que tienen las sociedades anónimas de inversión mobiliaria con las entidades bancarias y que perdura hasta nuestros días.

Una de las principales novedades del Decreto-Ley 7/1964 fue la introducción de las IICs de tipo abierto.¹⁸³ En su art. 7 se refería a los fondos de inversión mobiliaria del siguiente modo: *“Se podrán crear Fondos de Inversión Mobiliaria de cuantía variable integrados por un conjunto de valores mobiliarios y dinero pertenecientes a una pluralidad de inversores, que tendrán sobre los mismos un derecho de propiedad, representado por un certificado de participación”*. Además, estas IICs se perfilan por primera vez como abiertas frente a las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo, de forma que pueden aumentar de forma flexible su capital para admitir en cualquier momento nuevas participaciones y permitir, en consecuencia, a los accionistas o partícipes el reembolso inmediato de los títulos representativos de su aportación.¹⁸⁴ También se recoge por primera vez la necesidad de constituir unas las sociedades gestoras, que serán aquellas encargadas de la administración y representación del patrimonio de los “fondos de inversión mobiliaria”;¹⁸⁵ y de las entidades depositarias,

Para ello también sería necesario, mejorar la legislación vigente en materia de “sociedades de cartera” de forma que estas pudieran absorber parte de la desinversión que veníamos diciendo. Es por ello por lo que en la base octava se establece que deberá apoyarse *“su desarrollo y dándoles para ello mayores facilidades como instrumento de fomento del ahorro, procurándose, al mismo tiempo, mediante las oportunas regulaciones del Ministerio de Hacienda, que no puedan convertirse en un medio para controlar privadamente ciertos sectores financieros”*, aspecto que se desarrollará como hemos dicho a través del Decreto-Ley 7/1964.

¹⁸³ El carácter abierto o cerrado de las IICs viene determinado por su grado de liquidez y la posibilidad de reembolso de las acciones o participaciones, tal y como expondremos al presentar las diferentes clases de IICs existentes en nuestro ordenamiento a continuación.

¹⁸⁴ Tal y como se dispone en la primera parte de la Exposición de Motivos del Decreto-ley 7/1964, regulándose el funcionamiento de dicho reembolso posteriormente en el art. 6 de dicha disposición.

¹⁸⁵ Su posterior regulación quedó establecida reglamentariamente en los arts. 6 a 14 de la Orden del Ministerio de Hacienda de 1 de diciembre de 1970 por la que se da nueva redacción al régimen jurídico-fiscal de los Fondos de Inversión Mobiliaria previstos en el Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril. Estas sociedades gestoras de fondos de inversión mobiliaria serían sociedades anónimas cuyo objeto social exclusivo fuera la dirección, administración y representación de dichos fondos. Para tratar de evitar

responsables de la custodia de los valores de estos fondos,¹⁸⁶ en el art. 9 del Decreto-Ley 7/1964.

A pesar de las mejoras que introdujo esta normativa de 1964, la creación de sociedades de capital variable no evolucionó tal y como se esperaba. Es posible que la razón que desincentivó la utilización de esta institución fuera la exigencia de un representante del Estado que vigilara las operaciones realizadas por la sociedad de capital variable y que podía asistir a las reuniones del consejo de administración.¹⁸⁷ No sería hasta 1984 cuando se eliminaría este requisito y cuando realmente empezó el desarrollo y crecimiento de estas sociedades.

En general, podemos decir que entre 1984 hasta el inicio de nuestro siglo actual fue el período en el que se produjo la mayor expansión de la inversión colectiva en España.¹⁸⁸ El inicio de esta fase viene marcado por la promulgación de la Ley 46/1984, de 26 de

conflictos de interés, en su art. 11 se establece que sus administradores no podrían serlo bancos, cajas de ahorro sociedades con títulos integrados en la cartera del fondo ni otras sociedades gestoras. Entre sus funciones destacan las de ejercer los derechos económicos y políticos derivados de los títulos integrados en el fondo, en beneficio de sus partícipes y a los que se debe rendir cuentas anualmente, así como determinar el valor de las participaciones del fondo, autorizar en su caso el reembolso a los partícipes, acordar si procede la distribución de los resultados, seleccionar los valores que integren el fondo así como responder ante los partícipes de los perjuicios que se les ocasionen en sus intereses por el incumplimiento de las obligaciones del gestor (tal y como se recoge en los apartados 2º, 4º, 6º, 7º, 8º y 9º respectivamente del art. 12 de la mencionada Orden Ministerial).

¹⁸⁶ En cuanto a las entidades depositarias del fondo de inversión mobiliaria, su régimen jurídico quedó recogido en los arts. 15 a 20 de la mencionada Orden del Ministerio de Hacienda de 1 de diciembre de 1970. Se trataría de bancos o banqueros legalmente autorizados para realizar estas funciones de depósito (art. 15) Entre sus funciones (art. 17) destacaban las de asumir la vigilancia y garantía ante los partícipes, observando que las decisiones de la sociedad gestora y la mecánica del funcionamiento del fondo se ajusten a las disposiciones legales y al reglamento del mismo. Asimismo, junto a la sociedad gestora, debían emitir los certificados de participación, cumplimentar las inscripciones, satisfacer los reembolsos de participaciones autorizados y pagar, en su caso los beneficios. Deberán también efectuar, por cuenta del fondo, las operaciones de compraventa de valores y cobrar los intereses y dividendos devengados por los mismos, así como recibir los valores o activos líquidos del fondo.

¹⁸⁷ En virtud del art. 6 párrafo 4º en las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable debía existir un representante del Estado designado por el Ministro de Hacienda. Este representante debía vigilar “*las operaciones de la Sociedad, cuidando especialmente del cumplimiento de los preceptos legales que la regulen y pudiendo asistir a las reuniones del Consejo de Administración de la Sociedad*”.

Sobre los motivos del poco éxito de estas nuevas IICs, v. MALPICA MUÑOZ, A. M., “Régimen general de las instituciones de inversión colectiva”, en AA.VV., *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, F. Uría Fernández (coord.), La Ley, Madrid, 2007, págs. 933-1000, pág. 935.

¹⁸⁸ FUNDACIÓN INVERCO, *Medio siglo...*, cit., pág. 30.

diciembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Esta norma supone la primera regulación de las IICs tradicionales de forma conjunta y completa. Gran parte del contenido era fruto de la trasposición de la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (en adelante, Directiva UCITS).¹⁸⁹ Entre sus principales novedades destaca la creación de los fondos de inversión en activos del mercado monetario.¹⁹⁰ Esta Ley fue complementada por el RD 1393/1990, por el que se aprobó el Reglamento de la anterior Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, norma que también contribuyó a la consolidación del sector.

Pero el verdadero impulso a la inversión colectiva vino a través de dos reformas fiscales que hicieron de este sistema un producto aún más atractivo para el inversor. La primera reforma llegó con la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de aprobación de los Presupuestos Generales del Estado para el ejercicio 1991. En estos presupuestos, siguiendo el principio de neutralidad fiscal, se establece el tipo de gravamen de las IICs en el 1% en el Impuesto sobre Sociedades. De esta forma, se equiparaban los regímenes de tributación de la inversión en valores mobiliarios (como las actuales Sociedades de inversión de capital variables, conocidas como SICAVs) a la inversión colectiva, siendo los sujetos encargados de la tributación los socios o partícipes.¹⁹¹ La segunda reforma

¹⁸⁹ UCITS son sus siglas en inglés (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*), en español el acrónimo es OICVM (organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios).

¹⁹⁰ Recogidos en el art. 2 de la Ley 46/1984, figurando su régimen jurídico en los arts. 24 y ss. En la actualidad, los fondos de inversión en activos del mercado monetario se regulan a nivel europeo por el Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2017 sobre fondos del mercado monetario. Estos fondos son especialmente líquidos, llegando a utilizarse como alternativa a los depósitos bancarios. Su cartera está formada especialmente por activos de elevada liquidez y reducido riesgo (habitualmente dinero o bonos con una vida residual menor de 12 meses). Sobre esta figura jurídica y su regulación actual, v. VILLANUEVA FRESÁN, M. V., *Las características de los fondos de inversión monetarios en distintas jurisdicciones*, CNMV, Madrid, 2009, págs. 15-37.

¹⁹¹ Este tipo de gravamen, que todavía sigue vigente a día de hoy, pretende evitar la penalización por doble imposición que pueden soportar aquellos inversores de las IICs frente a los inversores directos en valores mobiliarios. El legislador optó por que fueran los socios o partícipes y no la propia entidad la que tributara por las rentas percibidas. V. ROMÁ BOHORQUES, P., “Artículo 53. Tributación de los socios o partícipes de las Instituciones de Inversión Colectiva”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley del impuesto sobre sociedades y su normativa reglamentaria*, J.A. Sánchez Pedroche, (dir.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2017, págs. 1155-1168, pág. 1156; IDEM “Artículo 52. Tributación de las Instituciones de Inversión Colectiva”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley del impuesto sobre sociedades y su normativa reglamentaria*, J.A. Sánchez Pedroche, (dir.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2017, págs. 1135-1153. Además, el sistema permite, entre otras ventajas,

fiscal que impulsó el crecimiento de las IICs fue la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. En virtud de esta norma se introdujo un nuevo régimen tributario más favorable para las plusvalías obtenidas por la inversión en IIC.¹⁹²

Tras la crisis bursátil de principios de siglo (provocada, entre otras circunstancias por los atentados del 11 de septiembre de 2001 en los Estados Unidos y la quiebra de Enron el 2 de diciembre de 2001), el legislador español tuvo que dar un nuevo impulso para asegurar el crecimiento de estas instituciones. Este llegó con la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, LIIC), y por el RD 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva.¹⁹³ Mientras que el RD 1309/2005 fue derogado por un nuevo reglamento (el actual RIIC),¹⁹⁴ la LIIC ha perdurado hasta nuestros días.

La LIIC introdujo un régimen de inversiones más flexible, un listado más amplio de activos aptos para la inversión y nuevas figuras de instituciones de inversión colectiva como los fondos cotizados o las IICs de inversión libre¹⁹⁵. Los principios básicos de esta regulación son la liberalización de la política de inversiones, la intensificación de las

que la ganancia acumulada en los fondos de inversión no tribute hasta que no se reembolse (FARRANDO MIGUEL, I., “La inversión a través de Instituciones de Inversión Colectiva”, *RDBB*, 51, 1993, págs. 681-744, pág. 694).

¹⁹² Sobre estas novedades en el Derecho tributario, v. FUNDACIÓN INVERCO, *Medio siglo...*, cit., págs. 32-33. Para conocer la regulación actual de la tributación de las IICs y de sus socios y partícipes, v. ROMÁ BOHORQUES, P., “Artículo 53. Tributación...”, cit., pág. 1156 y ss.; Idem “Artículo 52. Tributación...”, cit., pág. *passim*.

¹⁹³ FUNDACIÓN INVERCO, *Medio siglo...*, cit., pág. 33; y MARDOMINGO COZAS, J., “Las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero”, en AA.VV., *Derecho bancario y bursátil*, F. Zunzunegui Pastor (coord.), 2a. Ed., Colex, Madrid, 2012, págs. 319-356, págs. 325-326.

¹⁹⁴ El actual RIIC y al que haremos referencia en esta tesis, es el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

¹⁹⁵ Aunque la puesta en práctica del nuevo régimen de las IICs de inversión libre no pudo entrar en vigor hasta 2005 con la aprobación del Reglamento que desarrollaba la LIIC. En España, la primera normativa de las IICs de inversión libre se recogió en el art. 43 del hoy derogado RD 1309/2005, así como en la Circular 1/2006, de 3 de mayo, sobre IIC de inversión libre. V. PALÁ LAGUNA, R., “Los intermediarios principales...”, cit., págs. 28-29.

medidas de protección de los inversores así como la mejora del régimen de intervención administrativa.¹⁹⁶

Para ir cerrando este apartado sobre la evolución histórica de las IICs, queremos destacar que la primera regulación europea sobre las sociedades gestoras de fondos de inversión alternativa no llegaría hasta 2011 con la publicación de la AIFMD. Como la mayor parte de las normas desarrolladas en esta época, la justificación de esta nueva disposición llegará de la mano de la crisis financiera de 2008 centrándose en la incidencia que pueden llegar a tener los gestores de estos fondos a la hora de difundir o amplificar los riesgos en el mercado financiero.¹⁹⁷ A diferencia de la Directiva UCITS (tal y como la definiremos a continuación) que busca proteger al inversor minorista, esta regulación tiene como principal objetivo el control de la actividad de estas instituciones que puede alterar la estabilidad financiera.

Posteriormente, en 2013 se introducirían las entidades de capital-riesgo dentro de la inversión colectiva llegando a España vía la LECR y el Real Decreto 83/2015, de 13 de febrero, por el que se modifica el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva como veremos en los apartados que siguen.

¹⁹⁶ Tal y como el propio legislador destaca en el primer apartado de su Exposición de Motivos. En cuanto a la primera cuestión, la liberalización de la política de inversión, destaca la eliminación de la multitud de categorías legales existentes hasta ese momento y la flexibilidad a la hora de elegir los activos aptos para la inversión. Aun así se mantienen diferencias, y, ad.ex. existen un tipo de activos aptos para la inversión de las IICs de carácter financiero (arts. 30 LIIC y 48 y 49 RIIC) diferentes a las de carácter inmobiliario (arts. 35 LIIC y 86 y 90 RIIC) o de las libres (arts. 73 y 74 RIIC). Respecto a la protección de los inversores cabe mencionar el fortalecimiento de las obligaciones de transparencia (siendo este uno de los principios de la política de inversión art. 23.c LIIC) así como de las normas de conducta con el objetivo de prevenir conflictos de interés. Por último, en relación al perfeccionamiento del régimen de intervención administrativa, el legislador buscaba agilizar los procedimientos en un sector donde el peso de la intervención pública es característicamente más elevado que en otros sectores económicos. En cualquier caso, destaca la dificultad de la administración para encontrar el equilibrio entre las normas de seguridad jurídica y una mayor libertad para poder agilizar los trámites en el mercado (TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho del Mercado Financiero*, cit., pág. 351).

¹⁹⁷ AGUILAR ALONSO, I., “La modificación del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva”, *La Ley Mercantil*, 14, 2015, págs. 1-6, págs. 1-2. Especialmente se suele hacer referencia al impacto del fraude de los fondos asociados al caso Madoff (SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.; TAPIA HERMIDA, A. J., “Fondos de inversión...”, cit., pág. 9-10 y 13).

6.1.2.- El régimen jurídico de las entidades de inversión colectiva

Al igual que en el pasado, tal y como hemos comentado en páginas precedentes, el legislador continua sosteniendo que la inversión colectiva es el instrumento idóneo para diversificar el riesgo entre varias inversiones y para dar una adecuada estabilidad y compensación a los rendimientos de aquellas. Ello justifica que a nivel normativo se siga buscando cómo estimular y desarrollar el fenómeno de la inversión colectiva y cómo adaptarse de la mejor forma posible a las novedades de la práctica del mercado que llegan a nuestro país a través de los inversores extranjeros que participan de cotizadas españolas.

A) Derecho europeo

A nivel europeo, la principal norma que regula las entidades de inversión colectiva, y en concreto las IIC, es la Directiva UCITS.¹⁹⁸ Esta norma tiene dos objetivos principales, en primer lugar mediante la armonización del régimen jurídico de las IICs tradicionales,

¹⁹⁸ Esta Directiva ha sido modificada en cinco ocasiones; la última para introducir nuevas normas para los depositarios de UCITS (v. Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las funciones de depositario, las políticas de remuneración y las sanciones) Téngase en cuenta asimismo el Reglamento Delegado (UE) 2016/438 de la Comisión de 17 de diciembre de 2015 que complementa la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo con respecto a las obligaciones de los depositarios. A pesar del título de este Reglamento Delegado, se establecen, además de nuevas obligaciones para los depositarios, requisitos de diligencia debida específicos para la protección contra la insolvencia de los activos de las UCITS, así como requisitos de independencia detallados para los gestores de UCITS.

Anteriormente fue modificado por el Reglamento (UE) n° 583/2010 de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por el que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los datos fundamentales para el inversor y a las condiciones que deben cumplirse al facilitarse esos datos o el folleto en un soporte duradero distinto del papel o a través de un sitio web.

En segundo lugar por el Reglamento (UE) n° 584/2010 de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por el que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a la forma y el contenido del escrito de notificación y el certificado de las UCITS normalizados, el uso de la comunicación electrónica entre las autoridades competentes a efectos de notificación, los procedimientos para las verificaciones *in situ* y las investigaciones y el intercambio de información entre las autoridades competentes.

Posteriormente, por la Directiva 2010/43/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión.

Y, en cuarto lugar, por la Directiva 2010/42/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a determinadas disposiciones relativas a las fusiones de fondos, las estructuras de tipo principal-subordinado y el procedimiento de notificación.

mantener la competitividad de los sistemas de inversión de la UE mediante la adaptación de la normativa a la evolución del mercado. En segundo lugar, esta Directiva busca permitir a los inversores el acceso a una mayor diversidad de productos a menor coste, de forma que puedan adquirir los productos que mejor se adapten a sus necesidades y perfil de inversor. Esto únicamente será posible con un mercado de UCITS eficiente y armonizado, poniendo a disposición de los inversores la mejor información disponible y mediante una supervisión efectiva de estas entidades de inversión.

Sin embargo, la regulación respecto a las UCITS no será las únicas disposiciones que afectan a las IICs españolas a nivel europeo. El motivo se debe a que las UCITS a las que hace referencia la normativa europea no se corresponde completamente con nuestro concepto de IIC. Así, ad.ex., las UCITS dejan fuera aquellas IICs de carácter no financiero o inmobiliario.¹⁹⁹ No obstante, en nuestro caso, y a los efectos de esta tesis, las IICs que tendremos en cuenta son aquellas que adquieren acciones de las sociedades cotizadas, es decir, las IICs de carácter financiero, que si estarán bajo el paraguas de la Directiva UCITS.

Por otro lado, también será de aplicación a estos inversores institucionales la regulación de los fondos de inversión alternativa, ya que en el ámbito subjetivo de la AIFMD,²⁰⁰ se encuentran los *hedge funds*. Estos se pueden considerar un tipo especial de entidad de inversión colectiva, con la principal diferencia respecto a las tradicionales IICs es que en los *hedge funds* generalmente no se hace una apelación al ahorro público cuando tienen carácter cerrado.²⁰¹ A excepción de aquellas IICs de inversión libre, reguladas por los arts. 33 *bis* LIIC y 72 y ss. RIIC que adoptan la forma de *hedge fund*, que sí realizan captación del ahorro de terceros si bien solo entre los inversores profesionales e

¹⁹⁹ TAPIA HERMIDA, A. J., “Concepto y tipología...”, cit., pág. 53.

²⁰⁰ Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n° 1060/2009 y (UE) n° 1095/2010 (en adelante, AIFMD, en sus siglas en inglés).

²⁰¹ PALÁ LAGUNA, R., *Los hedge funds...*, cit., pág. 76. Sin embargo, la normativa de los fondos de inversión alternativos en la AIFMD en su art. 2.2 se establece que dicha regulación se aplicará indistintamente a los fondos de inversión alternativos de tipo abierto o cerrado, por lo que se entiende que podrán tener ambos caracteres.

institucionales.²⁰² Puesto que en general no realizan una apelación general al ahorro público no les será aplicable la normativa sobre las UCITS armonizadas, sino la citada AIFMD relativa a los gestores de fondos de inversión alternativa.²⁰³

B) Derecho Español

A nivel estatal, las entidades de inversión colectiva de tipo abierto (IICs tradicionales) están reguladas por la LIIC, tal y como hemos indicado en el apartado anterior, así como por su reglamento de desarrollo aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, modificado por el Real Decreto 83/2015, de 13 de febrero (en adelante, RIIC).

Por otro lado, a las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado o fondos de inversión alternativa y sus sociedades gestoras, en terminología europea, les será aplicable la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (LECR).

También les será de aplicación el TRLMV, la LSC cuando adopten formas societarias, así como aquellas Órdenes del Ministerio de Economía y las Circulares de la CNMV que regulen la actividad de las IICs. Si bien la tesis se va centrar en el aspecto societario del rol de los inversores institucionales en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, no hay que olvidar el papel que juega el Derecho del mercado de

²⁰² Según el art. 73.1 RIIC su comercialización se dirige exclusivamente a clientes profesionales, y para aquellos clientes que no tengan la consideración de profesionales y quieran invertir en una IIC de inversión libre, el desembolso inicial será de al menos 100.000 euros.

²⁰³ La Directiva 2011/64/UE ha sido desarrollada por el Reglamento Delegado (UE) n° 231/2013 de la Comisión de 19 de diciembre de 2012 por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión. Ha de tenerse en cuenta asimismo el Reglamento de Ejecución (UE) n° 447/2013 de la Comisión de 15 de mayo de 2013 por el que se establece el procedimiento aplicable a los gestores de fondos de inversión alternativos que opten por acogerse a la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

Por último, en relación con las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, donde se encuadran el capital-riesgo, tendremos también que tener en cuenta el Reglamento (UE) n° 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013 sobre los fondos de capital-riesgo europeos. Así como el Reglamento (UE) n° 346/2013 del Parlamento y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos.

valores respecto a esta cuestión. Así, ad.ex., cuestiones como el principio de transparencia, la protección del inversor, etc. tienen su origen en esta materia.²⁰⁴

6.1.3.- Concepto y clases de entidades de inversión colectiva

Si bien, en general hasta este epígrafe, nos hemos referido a las entidades de inversión colectiva haciendo referencia a uno de sus tipos más habituales, las IICs, en realidad existen varias clases de entidades de inversión colectiva. A continuación analizamos el concepto de entidades de inversión colectiva tanto a nivel europeo como nacional, y sus principales clasificaciones y tipos.

A) Derecho europeo

En primer lugar debemos diferenciar entre las entidades de inversión colectiva armonizadas y no armonizadas. Serán entidades de inversión colectiva armonizadas todas aquellas figuras de inversión colectiva constituidas bajo la Directiva UCITS, por tanto, se aplicará a la mayoría de las IICs excepto las IICs de inversión libre, las IICs inmobiliarias o las IICs de tipo cerrado y, particularmente, las entidades de capital-riesgo. Por su parte, consideraremos entidades de inversión colectiva no armonizadas a todas aquellas entidades no constituidas con arreglo al Derecho de un Estado miembro de la UE, o aquellas entidades que no puedan subsumirse en el ámbito subjetivo de la Directiva UCITS.²⁰⁵ Serán entidades de inversión colectiva no armonizadas los fondos de inversión

²⁰⁴ El problema surge cuando aspectos de Derecho administrativo del mercado de valores entran en conflicto con la regulación del Derecho privado propia del régimen societario, introduciendo, ad.ex. modificaciones que afecta a la estructura de la persona jurídica, como puede ser la obligatoriedad de contar con una comisión de nombramientos y retribuciones en el seno del consejo de la sociedad cotizada, cuya obligatoriedad aparece por primera vez recogida para las ESIs y las entidades de crédito en la normativa jurídica pública. De ahí paso a los códigos de buen gobierno corporativo y posteriormente a nuestro Derecho positivo a través de la LSC. En el caso de las IICs la cuestión con más relevancia en este aspecto será la obligatoriedad de ejercer el derecho de voto respecto de las sociedades presentes en su cartera de inversión en ciertos supuestos.

²⁰⁵ De forma similar, PALÁ LAGUNA trata la regulación vía AIMFD y señala que debido al progresivo incremento en la normativa relativa a las sociedades gestoras de fondos de inversión alternativa, particularmente relativa a obligaciones de registro y de suministro de información, estas entidades han ido dejando de estar en la “sombra” (refiriéndose al término “*shadow banking*” o sistema bancario en la sombra). V. PALÁ LAGUNA, R., “Los intermediarios principales...”, cit., pág. 30. También se puede consultar un breve resumen de las nuevas obligaciones de información tras la aprobación de la AIFMD en AGUILAR ALONSO, I., “La modificación del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva”, cit., pág. 5.

alternativa regulados por la AIFMD, pudiendo ser de tipo cerrado o abierto.²⁰⁶ Una de las consecuencias de la calificación como armonizada o no será que, a efectos de MiFID II, las entidades de inversión colectiva armonizadas tendrán la consideración de instrumento financiero no complejo.²⁰⁷

Aunque bien es cierto que esta distinción clásica entre entidades de inversión colectiva armonizadas o no, desde la aprobación de la AIMFD ha perdido buena parte de su sentido por cuanto que esta norma aporta un marco de armonización al menos a las sociedades gestoras de estas entidades no armonizadas. Así, al referirnos a las sociedades gestoras de fondos de inversión alternativa, más que calificarlas como “no armonizadas” más bien deberíamos referirnos a ellas como entidades no sujetas a la Directiva UCITS.

En cuanto al concepto de UCITS, el Derecho europeo parte de un concepto algo más amplio que en Derecho español. A grandes rasgos, se considerará UCITS a aquella entidad que capte fondos del público con el objeto de invertirlos y gestionarlos de forma conjunta, repartiendo los riesgos y los resultados de esa inversión, ofreciendo la posibilidad de que las participaciones puedan ser recompradas o reembolsadas a sus socios o partícipes.

²⁰⁶ Aunque es más habitual que se trate de productos poco líquidos, incluso que se fije un período mínimo de permanencia a los inversores, la AIFMD establece que estos fondos podrán tener tanto carácter cerrado como abierto, aunque este requerirá una autorización específica algo más complicada que para el resto de fondos. Algunos autores, como TAPIA HERMIDA, consideran que es mejor hacer referencia a su carácter semi-abierto, debido a la posibilidad que estas IICs puedan no otorgar a sus accionistas o partícipes el derecho de reembolso en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo (art. 73.e RIIC). Además, podrán establecer periodos mínimos de permanencia y un límite máximo al importe de reembolsos en una determinada fecha (apartados f y g del art. 73 RIIC). V. TAPIA HERMIDA, A. J., “La reforma de la regulación...”, cit., pág. 11.

Asimismo, en nuestro Derecho nacional también se recogen menciones al carácter armonizado o no. Así, ad.ex. el art. 13 RIIC *in fine* señala que tendrán carácter de entidades de inversión colectiva no armonizadas aquellas “*sociedades de inversión de carácter financiero o sociedad de inversión de capital variable no armonizadas y fondos de inversión de carácter financiero o fondos de inversión no armonizados aquellos que se acojan a las excepciones previstas en el art. 72 RIIC*”. Según el art. 72 RIIC estas IICs quedarán liberadas del cumplimiento de algunas normas de inversión ya sea porque repliquen o reproduzcan un determinado índice bursátil o de renta fija (apartado a) o porque lleven a cabo una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad (apartado c).

²⁰⁷ Depende de la calificación de un producto como complejo o no, supondrá mayores niveles de información y protección del inversor. La regulación sobre productos complejos o no complejos se encuentra en el art. 25 MiFID II (SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.; TAPIA HERMIDA, A. J., “Fondos de inversión...”, cit., pág. 21).

Podemos distinguir dos tipos principales de UCITS, aquellos que revistan una forma contractual (fondos) o de *trust*, o aquellos que revistan una forma estatutaria (sociedad), tal y como se recoge en el art. 1 de la Directiva 2009/65/CE. La utilización de la forma contractual se diferencia principalmente por la falta de personalidad jurídica y la necesidad de contar con una sociedad gestora y una entidad depositaria

Por otro lado, para definir los fondos de inversión alternativa, el legislador europeo ha optado por utilizar una definición negativa respecto a las UCITS. Así podemos afirmar que se considerarán fondo de inversión alternativa a todo aquella entidad de inversión colectiva que no requiere autorización al amparo de la Directiva UCITS.²⁰⁸

B) Derecho español

La inversión colectiva es aquella que se realiza por un gestor profesional a favor de una multitud de inversores, de forma que estos obtengan mejores rendimientos y diversificación del riesgo gracias a la gestión profesional y las economías de escala que se generan al reunir los fondos de más de un inversor.²⁰⁹ Este tipo de inversión se puede canalizar de forma exclusiva a través de determinadas estructuras jurídicas a las que denominaremos entidades de inversión colectiva.

El tipo clásico de entidad de inversión colectiva es la IIC. Sus principales características se encuentran recogidas en los arts. 1 de la LIIC y 1 del RIIC. Así, se pueden definir como aquellas instituciones “*que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores y otros instrumentos*”.²¹⁰ De esta definición podemos distinguir los tres elementos definitorios de las IIC: la captación pública de recursos, tanto por el hecho de captar los fondos del público como por el hecho de utilizar medios de publicidad para obtenerlos, el carácter colectivo de la gestión de los fondos y la asignación de los resultados

²⁰⁸ La Directiva UCITS no incluye a las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado ni aquellas que obtengan capitales sin promover la venta de sus participaciones entre el público (arts. 3.a y 3.b) de la Directiva UCITS y art.4.b) AIMFD). V. PALÁ LAGUNA, R., *Los hedge funds...*, cit., págs. 81-82.

²⁰⁹ TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho del Mercado Financiero*, cit., pág. 347.

²¹⁰ ARRIZABALAGA URIARTE, F., *Nuevo reglamento de instituciones...*, cit., pág. 48.

individuales de cada inversor teniendo en cuenta los rendimientos conjuntos (en función de los resultados colectivos).²¹¹

Sin embargo, las IICs tradicionales no son el único tipo de entidades de inversión colectiva recogido en nuestro derecho positivo, de ahí que abordemos a continuación el estudio de los distintos tipos de estas entidades.

1) Clases de entidades de inversión colectiva según el grado de liquidez

En virtud del grado de liquidez que para los socios o partícipes tiene su inversión, hemos de distinguir entre entidades de inversión colectiva de tipo abierto y de tipo cerrado. Las primeras se encuentran reguladas por la LIIC,²¹² revistiendo este carácter abierto la institución de inversión colectiva (IIC), el fondo de inversión de carácter financiero (FI), la sociedad de inversión de capital variable (SICAV), la IIC de inversión libre (IICIL), la sociedad de inversión libre (SIL), los fondos de inversión libre (FIL), la IIC de IIC de inversión libre (IICIICIL), la sociedad de inversión inmobiliaria (SII), el fondos de inversión inmobiliaria (FII), el fondo de inversión cotizado (FI cotizado) y la

²¹¹ Además de la definición legal, son múltiples los trabajos sobre el concepto de IIC, destacando, FARRANDO MIGUEL, I., “La inversión a través de...”, cit., pág. 694; GONZÁLEZ-ECHENIQUE CASTELLANO DE UBAO, L., “Instituciones de inversión colectiva de carácter financiero”, en AA.VV., *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, F. Uría Fernández, (coord.), Wolters Kluwer, Madrid, 2007, págs. 1001-1082, págs. 1003-1005; MALPICA MUÑOZ, A. M., “Régimen jurídico...”, cit., pág. 940; MARDOMINGO COZAS, J., “Las instituciones de inversión...”, cit., págs. 327-328; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Instituciones de Inversión Colectiva (Sociedades y Fondos de inversión)”, en AA.VV., *Derecho del mercado financiero - Entidades del mercado financiero: caracterización y régimen*, J. Martínez-Simancas Sánchez, A. Alonso Ureba, (coord.), vol. 1 t.1, Civitas, Cizur Menor (Navarra), 1994, págs. 259-344, pág. 398; TAPIA HERMIDA, A. J., “Concepto y tipología...”, cit., pág. 54.

²¹² Aunque a nivel europeo la AIFMD regula ambos tipos de entidades de inversión colectiva, cerrado y abierto. Sin embargo, en nuestro ordenamiento hemos mantenido la separación, regulando aquellas entidades de carácter abierto en la LIIC, y las entidades de carácter cerrado en la LECR. V. PALÁ LAGUNA, R., “Los intermediarios principales...”, cit., págs. 33-34. Es por eso que las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado no llegaron a nuestro ordenamiento hasta 2014 con la promulgación de la LECR. V. TAPIA HERMIDA, A. J., “La reforma de la regulación...”, cit., pág. 4.

La definición legal de IIC, como ya hemos señalado, se encuentra en los arts. 1º.1 LIIC y 1º.2 RIIC. Aquellas de tipo abierto estarán definidas por su objeto que en virtud del art.2.1.f) LIIC deber ser “*la inversión colectiva de los fondos captados entre el público y cuyo funcionamiento esté sometido al principio del reparto de riesgos, y cuyas unidades, a petición del tenedor, sean recompradas o reembolsadas, directa o indirectamente, con cargo a los activos de estas instituciones. La acción realizada por una IIC para asegurar que el valor de mercado de sus acciones o participaciones en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación domiciliado en la Unión Europea no se desvíe sensiblemente de su valor liquidativo se entenderá como equivalente a estas recompras o reembolsos*”.

sociedad de inversión de capital variable índice cotizada (SICAV variable), según el art. 18 RIIC.

Mientras, las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado se clasifican a su vez en entidades de capital-riesgo, adoptando la forma jurídica de sociedades de capital-riesgo (SCR) o de fondos de capital-riesgo (FCR); y otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado entre las que se sitúan las sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC) y los fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC).²¹³

No obstante lo anterior, en el art. 2.2 de la AIFMD se establece que la mencionada regulación será aplicable tanto a los fondos de inversión alternativos de carácter abierto o cerrado, de lo cual se desprende que estas entidades podrán ser de ambos tipos según sea su estructuración.²¹⁴

La principal diferencia entre las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las de carácter abierto la encontramos en el proceso de desinversión, ya que en las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado éste debe realizarse de forma simultánea para todos los inversores o partícipes y la ganancia o pérdida se calcula a los derechos de cada inversor o partícipe.²¹⁵

Por su parte, las entidades de capital-riesgo las podemos definir como aquellas entidades de inversión colectiva que obtienen sus fondos de los inversores mediante una actividad comercial y teniendo como finalidad la de generar ganancias o rendimientos

²¹³ Las definiciones de las entidades de capital-riesgo y el resto de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y sus sociedades gestoras, así como sus regímenes jurídicos, quedan recogidos en los arts. 2 a 4, 30 y 38 de la LECR. Algunos autores consideran que las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado se encuentran reguladas en la LECR por una cuestión de arrastre en la trasposición de la Directiva AIFMD, pero deberían considerarse entidades de inversión colectiva como los son las IIC. Así, ad.ex., en el TRLMV en el art. 205.2, en su anterior redacción (previa a la aprobación del RD-ley 14/2018 que suprime el listado de entidades que tienen consideración de cliente profesional, remitiéndose a un posible desarrollo reglamentario posterior), al definir los clientes profesionales de carácter financiero sí aparecían juntos los dos tipos de inversión colectiva. PALÁ LAGUNA, R., “Los intermediarios principales...”, cit., págs. 32-34; TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho del Mercado Financiero*, cit., pág. 348.

²¹⁴ Como ya hemos indicado anteriormente, TAPIA HERMIDA, consideran que los *hedge funds* son de tipo semi-abierto, debido a que según como se estructuran pueden fijar límites en su sistema de reembolso, v. TAPIA HERMIDA, A. J., “La reforma de la regulación...”, cit., pág. 11.

²¹⁵ Así se describe el carácter cerrado en el art. 2 LECR. Lo percibido por cada inversor o partícipe lo será en función de los derechos que correspondan a cada uno de ellos, de acuerdo con los términos establecidos en sus estatutos o reglamentos para cada clase de acciones o participaciones. V. TAPIA HERMIDA, A. J., “La reforma de la regulación...”, cit., pág. 29.

para los inversores, tal y como se recoge en el art. 3 LECR. Generalmente su participación en las sociedades en las que invierten es minoritaria, pero ocasionalmente significativa, eligiendo empresas que consideran que están infravaloradas y que tienen un cierto potencial de crecimiento, de forma que una vez inviertan en ella y realicen los ajustes necesarios, esperan suba su valoración y por medio de una posterior desinversión recuperen su inversión junto con cierta rentabilidad.²¹⁶

Su objeto principal, por tanto, consiste en la adquisición de una participación temporal en una sociedad no cotizada en el momento de la toma de participación.²¹⁷ Como vemos, por su propia definición, estas entidades habitualmente no formarán parte del accionariado de sociedades cotizadas o, al menos, no en sociedades con una trayectoria bursátil consolidada. Es por ello por lo que en esta tesis nos centraremos en el resto de entidades de inversión colectiva.

Por su parte, las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado son aquellas entidades de inversión colectiva que “*careciendo de un objetivo comercial o industrial, obtienen capital de una serie de inversores, mediante una actividad de comercialización, para invertirlo en todo tipo de activos financieros o no financieros, con arreglo a una política de inversión definida*”.²¹⁸ Mientras que las entidades de capital-riesgo, subtipo de este tipo de entidades, tendrán como especialidad que su finalidad es “*generar ganancias o rendimientos para los inversores*” (art. 3 LECR) con el objetivo de tomar “*participaciones temporales en el capital de*” ciertas empresas (art. 9 LECR). Al conjunto

²¹⁶ MARTÍNEZ CAÑELLAS, A., “La nueva regulación de las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado”, *RdS*, 44, 2015, págs. 401-414, págs. 403-404; TAPIA HERMIDA, A. J., “La reforma de la regulación...”, cit., pág. 30.

²¹⁷ Sobre las participaciones de las entidades de capital-riesgo trata el art. 9 LECR. Existen una serie de excepciones a esta regla, entre las mismas se recoge que se podrán tomar participaciones en sociedades cotizadas pero estas serán excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación (art. 9.2.b)).

²¹⁸ Expresión que utiliza el legislador en el art. 4 LECR para definir las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., “Las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC): su régimen y la ampliación de su operativa más allá del mercado del capital-riesgo”, *RECC*, 2, 2015, págs. 45-61, pág. 49). Entendemos que la expresión de “*careciendo de objeto comercial o industrial*” debe hacer referencia a que su objeto o actividad no sea la de dedicarse al comercio de bienes o servicios o a la fabricación de bienes, si bien con su inversión ayudarán a mejorar el tejido industrial de nuestro país, tal y como se desprende de la Exposición de Motivos de la LECRE en su apartado 2º.

de este tipo de entidades de inversión de tipo cerrado se les aplicará el régimen de las entidades de capital-riesgo previsto en la LECR y disposiciones de desarrollo a excepción del sometimiento a los requisitos de capital mínimos previstos específicamente para entidades de capital-riesgo en los arts. 26.3 y 31.1 LECR.²¹⁹ Además, no podrán llevar a cabo actividades complementarias de las entidades de capital-riesgo (tal y como está definido en los arts. 26.1 y 30.1 respectivamente para sociedades y fondos de inversión colectiva de tipo cerrado) y las aportaciones para la constitución inicial y posterior de los fondos de inversión colectiva cerradas deberá realizarse necesariamente en efectivo; todo ello según lo dispuesto en el art. 38 LECR.

2) Clases de entidades de inversión colectiva en virtud del tipo de activos objeto de la inversión

Entre las entidades de inversión colectiva también se pueden distinguir diferentes clases según los activos que forman parte de su cartera de inversión.²²⁰ Así, tenemos las entidades de inversión colectiva de carácter financiero, que son aquellas que invierten en activos e instrumentos financieros (arts. 29 y ss. de la LICC) y podrán adaptar la forma de fondos de inversión colectiva de carácter financiero o de sociedades de inversión de capital variable (SICAV).²²¹ Y, por otro lado, tenemos las entidades de inversión colectiva de carácter no financiero (arts. 34 y ss. de la LICC), entre las que se encuentran los fondos de inversión inmobiliaria y las sociedades de inversión inmobiliaria.²²²

3) Clases de entidades de inversión colectiva en virtud de su forma jurídica

Según la forma jurídica que adopten las entidades de inversión colectiva, podemos distinguir entre fondos o sociedades de inversión (art. 1.2 LIIC y arts. 3.3 y 4.3 LECR). Tendrán forma societaria las sociedades de inversión a las que se refiere el art. 9 de la

²¹⁹ En virtud del art. 38.2 de la LECR. Sin embargo, las sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado sí deberán tener un capital social mínimo íntegramente desembolsado no inferior a 300.000 euros y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de 125.000 euros; tal y como se recoge en el art. 48.a).1º de la LECR.

²²⁰ MALPICA MUÑOZ, A. M., “Régimen jurídico...”, cit., pág. 980 destaca que entre las novedades que introdujo la Ley 46/1984 (antigua LIIC) destaca la introducción de la distinción entre las IICs financieras y no financieras.

²²¹ En concreto, respecto a las categorías de activos aptos para ser invertidos por las IICs de carácter financiero (art. 30 LIIC) habla GONZÁLEZ-ECHENIQUE CASTELLANO DE UBAO, L., “Instituciones de inversión colectiva...”, cit., pág. 1054 y ss.

²²² TAPIA HERMIDA, A. J., “Concepto y tipología...”, cit., págs. 54-56.

LIIC y el art 6.1 RIIC, las sociedades de capital-riesgo previstas en el art. 26 de la LECR o las sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado del art. 38 de la LECR.²²³ Estas entidades se considerarán sociedades anónimas especiales, rigiéndose de forma supletoria por la LSC.²²⁴

Respecto a los fondos, en nuestro Derecho encontramos a los fondos de inversión (art. 3 LIIC), los fondos de capital-riesgo (art. 30 LECR) o los fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (art. 38 LECR). Los fondos son patrimonios separados sin personalidad jurídica que pertenecen a una pluralidad de inversores. Su gestión y representación será ejercida por una sociedad gestora con la colaboración de una entidad depositaria, tal y como se recoge en el art. 3 de la LIIC y en el arts. 30 LECR (aplicable a los fondos de inversión colectiva de tipo cerrado vía el art. 38 LECR).

4) Clases de entidades de inversión colectiva en virtud del tipo de gestión

También se puede clasificar a las entidades de inversión colectiva atendiendo al criterio del tipo de gestión que realizan, si es libre o limitada. En las entidades de gestión limitada la regulación específica restringe el tipo de activos financieros en los que se puede invertir y se establecen obligaciones de diversificación,²²⁵ tal y como veremos en el apartado sobre el principio de no influencia notable.

El segundo tipo de entidades de inversión colectiva según el tipo de gestión son las que podemos denominar libres o alternativas.²²⁶ Estas podrán establecer libremente los

²²³ Sin ánimo de extendernos en esta cuestión, cabe señalar que tanto los fondos como las sociedades de inversión podrán dividirse a su vez entre aquellas que tengan un único compartimento o más. En el caso de tener dos o más compartimentos, cada compartimento emitirá sus propias acciones o participaciones, siendo el patrimonio afecto a cada compartimento el que responderá exclusivamente de los costes, gastos y demás obligaciones (arts. 3.2, 7.1 y 9 de la LIIC y arts. 2.2, 3.2, 4, 5.1, 6 y 15 RIIC).

²²⁴ Tal y como se recoge en el art. 9 LIIC y en el art. 16 LECR.

²²⁵ MARDOMINGO COZAS, J., “Las instituciones de inversión...”, cit., pág. 333; MARTÍNEZ CAÑELLAS, A., “La nueva regulación de...”, cit., pág. 408; TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho del Mercado Financiero*, cit., pág. 348.

²²⁶ MATEU DE ROS CEREZO, R.; GUERRA, I., “Las instituciones de inversión colectiva de inversión libre”, en AA.VV., *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, F. Uría Fernández, (coord.), Wolters Kluwer, Madrid, 2007, págs. 1269-1358, pág. 1283, definen las IICs de inversión libre como “*instrumentos de inversión colectiva, es decir, basado en la captación de fondos del público para su inversión mediante una gestión profesional con un reparto a los inversores de la rentabilidad común obtenida, pero con un espectro de inversores institucionales y de alto nivel adquisitivo, que utiliza una serie de técnicas financieras a las que no tienen acceso los fondos tradicionales, y en concreto, la venta a descubierto, el uso de derivados y el endeudamiento sobre su propio patrimonio. Todo*

activos financieros en los que invierten sin someterse a la obligación de diversificación o, al menos, con limitaciones menores (como es el caso de los fondos de fondos). En nuestro Derecho reciben la denominación de IIC de inversión libre.²²⁷ También son comúnmente denominados *hedge funds* o fondos de inversión alternativa, esta última señaladamente en el Derecho europeo.²²⁸ Debido a ciertas características especiales de estas instituciones, especialmente su baja liquidez y unas menores obligaciones de información a los inversores y al mercado, un mayor riesgo y una inversión mínima inicial de 100.000 euros (art. 73.1 RIIC), los *hedge funds* se dirigen preferentemente a inversores cualificados.

Realmente, los *hedge funds*, aun cuando son un tipo de entidades de inversión colectiva, no cumplen con la definición clásica de inversor institucional ya que su finalidad no es la de agrupar las participaciones de un gran número de pequeños inversores, sino que reúne las aportaciones de un número reducido de inversores profesionales.²²⁹ Sin embargo, en esta tesis, los seguiremos tomando en consideración a la hora de estudiar la influencia que ejercen en las sociedades cotizadas españolas, que no será poca, independientemente de que sus partícipes no sean los propios de un inversor institucional clásico.²³⁰

ello con la finalidad de aprovechar al máximo las oportunidades del mercado, anticipándose a las mismas y aprovechando hasta los movimientos aparentemente adversos. Se suelen denominar como de 'gestión alternativa' debido a que emplean técnicas y estrategias de inversión que difieren de las convencionales".

²²⁷ Así se definen y regulan en el art. 33 bis de la LIIC y art. 73 del RIIC. La normativa de las IICs de inversión libre o los *hedge funds* en España se hizo ya en 2003 con la LIIC, norma que principalmente ordena a las entidades de inversión colectiva armonizadas, pero que, como vemos, también incluye a estas entidades no armonizadas. Con la aprobación de la AIFMD en España se produjo una cierta paradoja al tener ya unas normas que contenían la regulación de parte de las entidades recogidas en dicha Directiva. Por ello, la trasposición de la AIFMD produjo no solo la aprobación de la LECR sino también la modificación de la normativa relativa a las IIC, respecto de aquellas cuestiones que el legislador nacional ya había legislado. V. PALÁ LAGUNA, R., "Los intermediarios principales...", cit., págs. 32-34.

²²⁸ Según los arts. 1 y 2 AIFMD. Sin embargo, los términos fondo de inversión alternativa y *hedge fund* no son equivalentes. Así, ad.ex., dentro del término fondos de inversión alternativa no solo se recogen los *hedge funds* sino también las entidades de capital-riesgo y otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. PALÁ LAGUNA, R., *Los hedge funds...*, cit., págs. 81, 89-92.

²²⁹ Sobre esta cuestión y otras relativas a la figura de los *hedge funds* conviene revisar la obra de PALÁ LAGUNA, R., *Los hedge funds...*, cit., pág. 75 y ss.

²³⁰ De esta cuestión nos ocupamos más adelante en el capítulo III sobre el activismo accionarial de los inversores institucionales.

6.1.4.- Las sociedades gestoras de las entidades de inversión colectiva. Referencia a la entidad depositaria

Las sociedades gestoras y las entidades depositarias aparecieron reguladas por primera vez en nuestro país en el Decreto-Ley 7/64, de 30 de abril, de sociedades de inversión mobiliaria, tal y como hemos descrito en el primer apartado de este epígrafe. La sociedad gestora sería la encargada de la administración y representación del patrimonio de los fondos de inversión,²³¹ mientras que la depositaria custodiaría los valores que conforman el patrimonio gestionado (art. 9 Decreto-Ley 7/64, de 30 de abril).²³² Desde esa primera norma hasta la actual LIIC su regulación se ha ido desarrollando de forma paralela al aumento de su impacto en el ámbito de la inversión colectiva.²³³

En el caso de las IICs que adopten la forma de fondo de inversión, al ser éste un patrimonio separado sin personalidad jurídica es necesario la concurrencia de una sociedad gestora.²³⁴ En el caso de las IICs que adopten la forma de Sociedades de Inversión, en principio ellas mismas podrán autogestionarse cumpliendo con los requisitos del art. 11 LIIC. Sin embargo, también podrán optar por ser gestionadas, administradas y representadas por una sociedad gestora.²³⁵

²³¹ Actualmente, en virtud del art. 40 LIIC podrán gestionar tanto el patrimonio de los fondos de inversión como el de las sociedades de inversión.

²³² Tal y como se desprende del apartado 1º de la Exposición de Motivos del Decreto-Ley 7/64. V. FUNDACIÓN INVERCO, *Medio siglo...*, cit., pág. 28.

²³³ Su regulación se encuentra en los arts. 40 a 56 *bis* LIIC y arts. 94 a 125 RIIC.

²³⁴ El reconocimiento de la autonomía patrimonial del fondo se recoge en dos preceptos de la LIIC. En primer lugar en el art. 3.1 LIIC al señalar que los fondos son “*patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores*”. En segundo lugar en el art. 6 LIIC al definir como se constituirá el patrimonio del fondo, la limitación de los partícipes y del patrimonio frente a las deudas de los partícipes, sociedad gestora o depositario. V. DAMBORENEA AGORRIA, I., “La estructura jurídica de los fondos de inversión”, *RDBB*, 113, 2009, págs. 55-95, pág. 64. En el caso de los fondos de inversión de tipo cerrado, nos debemos remitir los arts. 30 y ss. LECR.

²³⁵ En principio la gestión de la sociedad de inversión se realiza por el órgano de administración, sin embargo esta tarea se puede delegar en una sociedad gestora en virtud del art. 7 RIIC. V. ARRIZABALAGA URIARTE, F., *Nuevo reglamento de instituciones...*, cit., pág. 114.

Las sociedades gestoras de IIC son sociedades anónimas especiales con un objeto social exclusivo, la gestión de la IIC.²³⁶ Entre las funciones principales de la sociedad gestora destaca la gestión de las inversiones, que incluye a su vez la gestión de la cartera y el control y gestión de riesgos.²³⁷ En el ejercicio de sus funciones deberán actuar con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal.²³⁸

Tras la aprobación de la AIFMD, las sociedades gestoras vieron multiplicar su régimen jurídico. A partir de ese momento las gestoras españolas, según el tipo de entidad de inversión colectiva que gestionen tendrán que estar a la regulación de la Directiva UCITS, la AIFMD o incluso a ambas a la vez cuando gestionen entidades de inversión colectiva que aunque siguen la normativa para UCITS gestionen también fondos alternativos en los términos del art. 8.2 AIFMD.²³⁹ A nivel nacional, también puede ocurrir que tengan que atender tanto a la LIIC como a la LECR simultáneamente, ya que como hemos anticipado, la AIFMD está traspuesta en ambos cuerpos normativos.²⁴⁰ La CNMV en su Comunicación de 18 de julio de 2013 trató específicamente la adaptación de las sociedades gestoras de IIC, de IIC que no cumplan con la Directiva UCITS (IIC no armonizadas) y de entidades de capital-riesgo de la AIFMD, estableciendo una serie de pautas de actuación para conseguir este ajuste.

En el caso particular de los *hedge funds*, o de las IICs de inversión libre, en nuestro ordenamiento, en primer lugar tenemos que destacar que la normativa europea a pesar de no regular a estas entidades, sí que regula a sus gestores en la AIFMD y disposiciones de

²³⁶ Asimismo, podemos afirmar que la gestión de IIC es una actividad reservada únicamente a las sociedades gestoras (arts. 9 y 40.7.8). V. TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho del Mercado Financiero*, cit., pág. 389.

²³⁷ Las actividades principales, adicionales y complementarias de las sociedades gestoras están definidas en el art. 40.1 LIIC y art. 94 RIIC.

²³⁸ Así queda recogido en el art. 40.4 LIIC. Sobre la interpretación de este precepto, v. ARRIZABALAGA URIARTE, F., *Nuevo reglamento de instituciones...*, cit., pág. 601.

²³⁹ Sin embargo, de acuerdo con el art. 6.2 AIFMD ningún gestor de fondos de inversión alternativos externo podrá gestionar entidades de inversión colectiva autorizadas por UCITS.

²⁴⁰ PALÁ LAGUNA, R., “Los intermediarios principales...”, cit., págs. 32, 37. Mientras no se producía la trasposición de la AIFMD, la CNMV en su Comunicación de 18 de julio de 2013 trató específicamente la adaptación de las sociedades gestoras de IIC, de IIC que no cumplan con la Directiva UCITS y de entidades de capital-riesgo de la AIFMD, estableciendo una serie de pautas de actuación para conseguir esta acomodación. V. ARRIZABALAGA URIARTE, F., *Nuevo reglamento de instituciones...*, cit., págs. 692-693.

desarrollo.²⁴¹ Si bien, la AIFMD es neutra al no establecer la forma jurídica que deben adoptar estas sociedades gestoras,²⁴² la inclusión de las IICs de inversión libre en la LIIC implica el sometimiento de la sociedad gestora a la LIIC y, por tanto, tendrá la consideración de sociedad anónimas especial.²⁴³

Es necesario por otra parte la concurrencia de una entidad depositaria entidad encargada del depósito o custodia de los valores y, en general, de los activos objeto de las inversiones de la IIC. Estas vigilarán la gestión de la sociedad gestora o, en el caso de las sociedades de inversión autogestionadas, de su órgano de administración.²⁴⁴ Podrán ser depositarios entidades de crédito o las sociedades o agencias de valores, en ambos casos siempre que ostenten la condición de entidad participante en los mercados regulados en

²⁴¹ PALÁ LAGUNA, R., *Los hedge funds...*, cit., pág. 145.

²⁴² Así se recoge en la definición del art. 4.1.b. AIFMD.

²⁴³ Sobre esta particularidad del Derecho español, v. ENGRÁCIA ANTUNES, J., “Fondos de inversión libre...”, cit., págs. 29-30. Un aspecto específico de la gestión de una IIC de inversión libre que nos parece de especial relevancia es que la Norma 4ª 1 de la Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la CNMV, sobre Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre que establece que estas sociedades gestoras deberán contar con los medios, conocimientos y experiencia específicos necesarios para realizar este tipo de actividad y para valorar adecuadamente los riesgos en que incurran. Como veremos, una de las quejas habituales tanto relativas a la gestión de los *hedge funds*, como al ejercicio de la actividad de los *proxy advisors* es la falta de personal suficiente y con los conocimientos adecuados. Así, ad.ex., sobre la necesidad de tener el personal y los recursos financieros adecuados para poder cumplir con los deberes fiduciarios de los inversores institucionales, v. OECD, *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, 2011, págs. 25, 43, consultado el 26 de abril de 2015 en http://www.oecd-ilibrary.org/governance/the-role-of-institutional-investors-in-promoting-good-corporate-governance_9789264128750-en.

En un planteamiento general, la CNMV también ha hecho pública la Guía Técnica para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y asesora (COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), *Guía Técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y asesora*, 27 de junio de 2017, consultada el 20 de septiembre de 2018 en https://www.cnmv.es/DocPortal/Legislacion/Guias-Tecnicas/GuiaTecnica_2017_4.pdf). Sobre este documento, v. BLANCO SÁNCHEZ, M. J., “La formación exigible al personal financiero”, *RDMV*, 21, 2017, págs. 1-11.

²⁴⁴ El concepto de entidad depositaria así como su régimen de actuación, obligaciones y responsabilidades se encuentra definido en los arts. 57 a 64 LIIC y en los arts. 126 a 139 RIIC. V. ARRIZABALAGA URIARTE, F., *Nuevo reglamento de instituciones...*, cit., pág. 820 y ss. Sobre la supervisión de la actividad de las gestoras por el depositario v., entre otros, PALÁ LAGUNA, R., “Shadow Banking”, en AA.VV., *La reforma bancaria en la Unión Europea y España. El modelo surgido de la crisis*, I. Fernández Torres, J.C. Tejedor Bielsa, (coords.), Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 378-426, págs. 419-421. Sobre las funciones que deben llevar estas entidades depositarias, en especial sobre la utilización de cuentas globales o individualizadas por cada uno de sus clientes, v. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J.; SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S., “Valores negociables y custodia...”, cit., págs. 797-798.

los que va a operar (art. 58 LIIC y 50 LECR, norma que se remite al régimen de la LIIC). Cada IIC tendrá un solo depositario que no podrá coincidir con la sociedad gestora salvo determinadas excepciones.²⁴⁵

6.1.5.- La actuación de las entidades de inversión colectiva como inversores en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación

Ya hemos indicado que el objeto principal de las IICs es la inversión de su patrimonio en instrumentos financieros, a nuestros efectos, valores negociables. Sin embargo, la ejecución de este propósito no podrá realizarse con total libertad por parte de las IICs y tendrá que estar sujeto a unos requisitos legales que afectan a su actuación como inversores. No obstante, a pesar de estas limitaciones, la influencia de este tipo de inversores es cada vez mayor tanto cualitativa como cuantitativamente.

A) Criterios de inversión. Principio de no influencia notable

En primer lugar, hay que señalar que todas las IICs deben invertir sus activos respetando los principios de liquidez, de diversificación del riesgo y de transparencia recogidos en los arts. 23 LIIC y disposiciones de desarrollo, especialmente en el Capítulo I del Título III del RIIC; en otro caso, pueden ser objeto de sanción administrativa (art. 80.i) LIIC.²⁴⁶ Particularmente, las IICs de carácter financiero deben incorporar en su reglamento de funcionamiento o estatutos sociales, entre otros aspectos relativos a su política de inversión, de qué forma van a cumplir los mencionados principios y las operaciones sobre los activos que integran sus patrimonios, incluyendo la pignoración.²⁴⁷

En segundo lugar, respecto de las IICs de carácter financiero, el art. 30 LIIC y los arts. 48, 50 y 51 RIIC establecen qué activos son aptos para su inversión, encontrándose

²⁴⁵ Sobre la designación e incompatibilidades de las entidades depositarias v. el art. 58 LIIC y el trabajo de TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho del Mercado Financiero*, cit., pág. 405. El depositario y la sociedad gestora podrán pertenecer al mismo grupo si se establece un procedimiento específico que permita evitar conflictos de interés. Sobre dicho procedimiento, v. ARRIZABALAGA URIARTE, F., *Nuevo reglamento de instituciones...*, cit., págs. 880-881.

²⁴⁶ Así se recogen y se definen en el art. 23 LIIC. Cuando la gestión de la cartera esté encomendada a una sociedad gestora, esta además estará sujeta a las obligaciones sobre gestión discrecional e individualizada a las que refiere el art. 43.3 LIIC. V. MARDOMINGO COZAS, J., “Las instituciones de inversión...”, cit., pág. 333.

²⁴⁷ El segundo aspecto será clave a la hora de tener en cuenta situaciones de *empty voting* como veremos más adelante. Estos requisitos se encuentran recogidos en el art. 31 RIIC. Para más información, v. ARRIZABALAGA URIARTE, F., *Nuevo reglamento de instituciones...*, cit., pág. 110.

específicamente la referencia a los valores e instrumentos financieros, admitidos a cotización en mercados regulados o SMNs, entre los que se incluyen las acciones de las sociedades cotizadas (art. 48 RIIC). Además, se deberá atender a la Orden EHA/888/2008, dictada por el Ministro de Economía y Competitividad el 27 de marzo, que entre otros aspectos aclara las definiciones contenidas en estos artículos.²⁴⁸

En particular, respecto a los niveles de inversión que pueden alcanzar las IICs, en el art. 30.2 de la LIIC (desarrollado por el art. 51.2 RIIC) se fija un límite del 5% de sus activos para la inversión en instrumentos financieros de un mismo emisor, o del 15% si se trata de un mismo grupo. Se podrá elevar el primer límite al 10% cuando el total de los valores en que se supere el 5% no exceda en un conjunto del 40% de sus activos. Estos límites se podrán ampliar reglamentariamente pero siempre con el límite por el cual la IIC no podrá ejercer una influencia notable en la sociedad.²⁴⁹

Asimismo, las IICs deberán mantener el coeficiente de liquidez que garantice suficientemente el régimen de reembolso a los socios o partícipes. En el caso de las IICs de carácter financiero el coeficiente mínimo de liquidez se fija en un 3% de su patrimonio.²⁵⁰

En el caso de los *hedge funds* o de las IICs de inversión libre, como ya hemos anticipado, no estarán sujetos con carácter general a los coeficientes de diversificación, ni en cuanto al patrimonio de la entidad ni respecto al capital de las sociedades

²⁴⁸ En particular, se deberá atender al art. 15.1 de la mencionada Orden. En nuestro caso, el activo de inversión que vamos a estudiar son las acciones cotizadas de sociedades españolas, activo que cumple con la mencionada regulación y que, por tanto, puede ser susceptible de incluirse en la cartera de inversión de estas instituciones. V. HERNANDO CEBRIÁ, L., *Entidades de propósito (o cometido) especial y otras entidades vehiculares o puente*, Boletín Oficial del Estado, Madrid, 2017, pág. 47.

²⁴⁹ V. GALLEGO CÓRCOLES, A., *Asesores de Voto...*, cit., pág. 53; MATEU DE ROS CEREZO, R., “Gobierno corporativo de las sociedades cotizadas: entre la libertad y la regulación”, *RDM*, 303, 2017, págs. 3-46, págs. 21-22. Algunos autores se refieren al conjunto de esta regulación como al “principio de no influencia notable”, v. QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., págs. 32, 39. Para más información sobre la diversificación del riesgo y, particularmente sobre límites individuales (fijados en el art. 50 y 51 RIIC), se puede consultar, ARRIZABALAGA URIARTE, F., *Nuevo reglamento de instituciones...*, cit., págs. 375-376.

²⁵⁰ La regulación relativa a los coeficientes de liquidez se encuentra en el art. 30.2 LIIC y en el art. 53.1 RIIC. Para más información sobre este aspecto se puede consultar ARRIZABALAGA URIARTE, F., *Nuevo reglamento de instituciones...*, cit., págs. 441-442.

participadas.²⁵¹ Es por ello por lo que es más probable encontrar mayores porcentajes de participación en el capital en las cotizadas por parte de estas entidades que por las clásicas IICs que están afectadas por el principio de no influencia notable, tal y como describiremos en los capítulos posteriores al hablar de la participación de los *hedge funds* en las sociedades cotizadas.

B) El ejercicio de los derechos políticos

Respecto al ejercicio de los derechos políticos inherentes a las acciones que integran su patrimonio, en el caso de fondos de inversión, el ejercicio del derecho de voto corresponde a la sociedad gestora; mientras que, si se opta por la forma societaria, será su órgano de administración, siempre que la IIC esté autogestionada; o, en caso contrario a la sociedad gestora si no lo está.²⁵²

En virtud de lo dispuesto en el art. 46 de la LIIC, se establece que por vía reglamentaria se determinarán los casos de ejercicio obligatorio de los derechos políticos y, particularmente, de los derechos de asistencia y voto.²⁵³ En concreto, deberán ejercer el derecho de voto de forma “reflexiva” aquellas sociedades gestoras de fondos de pensiones que tengan al menos el 1% del capital (criterio de volumen de participación) durante al menos 12 meses (criterio temporal).²⁵⁴

²⁵¹ Algunas entidades de inversión colectiva no armonizadas, específicamente los mencionados en el art. 13 RIIC, deberán cumplir con toda la regulación general de IIC, incluso las disposiciones sobre régimen de inversión, salvo las excepciones que se recogen en el art. 72 RIIC, la mayoría relativas a aspectos relacionados con la diversificación del riesgo. ARRIZABALAGA URIARTE, F., *Nuevo reglamento de instituciones...*, cit., págs. 475-476.

En el caso de las IICs de inversión libre, las reglas de inversión no les serán de aplicación *ex art.* 73.1.k RIIC. El principal motivo de este diferente tratamiento lo encontramos en que los inversores que pueden adquirir participaciones en una IIC de inversión libre tendrán que tener la consideración de clientes profesionales y por ello, el nivel de protección, en donde se sitúan las reglas de inversión y diversificación del riesgo, no será tan relevante. PALÁ LAGUNA, R., “Los intermediarios principales...”, cit., pág. 33.

²⁵² TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 329.

²⁵³ La regulación reglamentaria se encuentra recogida en el art. 115.1.i) RIIC, en la cual se fijan los umbrales a partir de los cuales se deberá ejercer los derechos de asistencia y voto de forma obligatoria para los fondos y sociedades gestionados por una sociedad gestora de IICs, en concreto se fija en un plazo temporal (una inversión cuya antigüedad sea superior a 12 meses) y porcentaje de participación (que represente un 1% del capital de la sociedad participada). V. BOQUERA MATARREDONA, J., “Las entidades asesoras...”, cit., pág. 467; RONCERO SÁNCHEZ, A.; VALMAÑA OCHAÍTA, M., “El alcance de la imposición por la LIIC a las instituciones de inversión colectiva del deber de asistencia y voto en las juntas generales”, *RdS*, 25, 2005, págs. 283-296, pág. 286.

²⁵⁴ RONCERO SÁNCHEZ, A., “Asistencia y representación...”, cit., págs. 43-44.

En cualquier caso, el ejercicio de estos derechos, de carácter obligatorio, se deberá realizar en beneficio exclusivo de los partícipes, a los que se informará de la política de voto aplicada. Asimismo, las sociedades gestoras también deberán adoptar las medidas necesarias que permitan detectar, impedir, gestionar o controlar los conflictos de interés que puedan surgir.²⁵⁵

Sin embargo, este ejercicio obligatorio del derecho de voto puede llevar aparejadas consecuencias negativas, como puede ser el voto irreflexivo, votar simplemente siguiendo las propuestas del consejo de administración o el seguir sin más los informes que emiten los *proxy advisors*.²⁵⁶ Todo ello vinculado al hecho de que aunque se obligue a votar, puede que los fondos de pensiones no vean eficiente el aplicar parte de sus beneficios en analizar el sentido del voto que deben emitir.

Si el objetivo último es mejorar el control de la gestión social y proteger a los propios partícipes o clientes del inversor institucional, parece entreverse en este primer análisis, y tal y como desarrollaremos en el último capítulo, que para conseguir este fin puede que sean más eficaces los instrumentos basados en el principio de transparencia,

²⁵⁵ Sin perjuicio de lo establecido en el Reglamento Delegado (UE) nº 231/2013 de la Comisión de 19 de diciembre de 2012, por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión, respecto a las funciones y obligaciones de los gestores de fondos de inversión alternativa (arts. 57 y ss.) y sobre la protección respecto a los posibles conflictos de intereses (arts. 30-36 y 43); en nuestro ordenamiento también se establecen una serie de obligaciones para la sociedad gestora, incluida la que acabamos de mencionar (art. 46.5 LIIC y art. 115.1 RIIC). Sobre la interpretación de estas disposiciones, v. ARRIZABALAGA URIARTE, F., *Nuevo reglamento de instituciones...*, cit., págs. 722-727.

²⁵⁶ Trataremos más adelante de analizar si el ejercicio obligatorio del derecho de voto resulta adecuado para el fomento de la participación de los inversores institucionales en las juntas generales de las cotizadas. Al respecto, v. ALONSO UREBA, A.; RONCERO SÁNCHEZ, A., “IIC, buen gobierno...”, cit., págs. 195-200. Anticipamos que esta medida de activación de los inversores institucionales puede llevar a que se emitan votos “*irreflexivos o irracionales que provocasen la adopción de acuerdos por mayorías ocasiones o de azar con el grave riesgo que ello plantea para la estabilidad de las políticas empresariales*” (en palabras de RONCERO SÁNCHEZ, A., “Asistencia y representación...”, cit., pág. 54).

Y, en particular, sobre la repercusión que puede tener la obligatoriedad del ejercicio del derecho de voto y la forma en la que ha ido creciendo el recurso a los asesores de voto, también hablaremos más adelante en el capítulo III de esta tesis al hablar del conflicto de intereses que se puede generar respecto al ejercicio de estos *proxy advisors*. Sobre estas cuestiones, v., entre otros, PERDICES HUETOS, A. B., “Los asesores de voto. Evidencias y mitos desde la polémica de los proxy advisors”, en AA.VV., *Investigaciones y Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo*, vol. IV, Madrid, 2013, págs. 1-52, pág. 13.

como es la publicación de las políticas de inversión del inversor institucional tal y como hemos mencionado, que obligar a ejercer el derecho de voto.²⁵⁷

6.1.6.- El régimen jurídico de las entidades de inversión colectiva en los Estados Unidos

En este punto, si bien hablaremos de ello en el capítulo sobre el activismo accionarial de los inversores institucionales, podemos adelantar que el origen de este movimiento se encuentra en los Estados Unidos. Es por ello, por lo que, estudiar cómo son las estructuras y cómo funcionan los diferentes tipos de inversores institucionales en dicho país será de gran ayuda a la hora de analizar los efectos que estos tienen sobre el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. En este caso nos vamos a centrar en las entidades de inversión colectiva, pero en los epígrafes siguientes incorporaremos también unas breves notas sobre el resto de los tipos clásicos de inversores institucionales (fondos de pensiones, entidades de crédito y entidades aseguradoras).

Como ya hemos anticipado en el epígrafe 6.1.1., la evolución histórica de la inversión colectiva en el Reino Unido incorporó originalmente, según el momento histórico, a las entidades de inversión colectiva en las figuras de sociedad mercantil y *trust*. Mientras, en los Estados Unidos, desde los inicios de este fenómeno, los *trust* fueron de utilizados preferentemente debido a la flexibilidad que aportaban frente a las figuras societarias a la hora de establecer su configuración, así como su mayor autonomía respecto a la intervención legislativa.²⁵⁸ Además, mediante la utilización de la figura de los *trusts* podían sortear la prohibición que contenía su normativa societaria por la que se impedía que unas corporaciones pudieran participar en el capital de otras, incluso que pudieran llevar a cabo determinadas actividades empresariales (como puede ser la inversión inmobiliaria). A todo esto hay que sumarle un mejor tratamiento fiscal y un menor control por parte del Estado.²⁵⁹

Las entidades de inversión colectiva estadounidenses están reguladas por la *Investment Company Act* de 1940, que no solo se refiere a aquellas entidades de inversión

²⁵⁷ Como ya anticipó GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 41.

²⁵⁸ WILGUS, H. L., “Corporations and Express Trusts as Business Organizations”, *Mich. L. Rev.*, 13, 1914, págs. 205-238, pág. 236.

²⁵⁹ DAMBORENEA AGORRIA, I., “La estructura jurídica de (angloamericano)...”, cit., págs. 151-152.

colectiva que adopten la forma de fondos o de *trusts*, sino también a las de carácter societario.²⁶⁰ En virtud de lo dispuesto en la Sec. 1. [80a–1] de esta Ley, el objeto de la norma es principalmente mitigar y eliminar las condiciones que puedan afectar negativamente al interés general y al de los inversores respecto a su ejercicio en el mercado de valores. Especialmente busca prevenir prácticas abusivas por parte de quienes controlan entidades de inversión colectiva, regulando los conflictos de interés que pueden surgir entre ellos y los inversores, exigiendo la divulgación de información, y poniendo algunas restricciones a ciertas prácticas como la venta en corto de valores. Hay que tener en cuenta que esta norma se promulgo unos años después del “Crack de 1929” y que el legislador trataba de evitar que se replicara una situación similar.

La *Investment Company Act* de 1940 distingue, de igual manera que la legislación europea y española, entre aquellas entidades de capital fijo (*closed-end*) y las de capital variable (*open-end* o *mutual funds*), siendo estas últimas las equivalentes a nuestros fondos de inversión. También clasifica a las entidades de inversión colectiva entre entidades diversificadas o no diversificadas respecto al objeto de su inversión.²⁶¹ Para poder considerar a un fondo como diversificado la Sec. 5. [(80a–5) (b) (1)] de la *Investment Company Act* recoge una serie de limitaciones a la inversión con el objetivo de evitar grandes concentraciones de capital en una misma sociedad, de forma que el 75% de los activos del fondo deben estar invertidos en otras entidades, sin que más del 5% de los activos del fondo se inviertan en una misma sociedad y sin alcanzar más de un 10% de participación en una sociedad.²⁶² También se recogen ciertas prohibiciones por las que

²⁶⁰ GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 175. La definición de “compañía de inversión” (*investment company*) queda recogida en la Sec. 3 [80a–3] de la *Investment Company Act*, para clasificarlas a continuación en tres tipos bajo la Sec. 4: la “*face-amount certificate company*”, el “*unit investment trust*” (también conocidos como *unit trusts*, que son en cierta medida el equivalente a nuestros fondos de inversión) y la “*management company*” (más similar a nuestras IICs con forma societaria).

²⁶¹ V. BINES, H. E., “Modern Portfolio Theory and Investment Management Law: Refinement of Legal Doctrine”, *Colum. L. Rev.*, 76, 5, 1976, págs. 721-798, pág. 732. Entre nosotros, TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 97.

²⁶² Esta regla se conoce como la regla 75-5-10 de diversificación [Sec.5 (b) (2) de la *Investment Company Act* de 1940]. El 25% restante de los activos del fondo diversificado no están sujetos a esta regla.

los gestores del fondo no podrán realizar acciones conjuntas con otros fondos para tomar el control de las sociedades.²⁶³

Debido en cierta medida a los bajos porcentajes de participación en las sociedades en las que invierten, era observable el fenómeno del no ejercicio por las sociedades gestoras de los fondos de inversión de los derechos políticos derivados de las acciones.²⁶⁴ Sin embargo, a partir del año 2003, la SEC, en diversos documentos de trabajo, empezó a poner énfasis en la relación que existía entre las obligaciones fiduciarias de los asesores de inversión y de las sociedades gestoras de los fondos de inversión respecto a sus partícipes, considerando que estos gestores debían ejercer el derecho de voto dentro de sus obligaciones fiduciarias para con sus clientes.²⁶⁵ Posteriormente, la *Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 2010 (conocida como *Dodd-Frank Act*) extendió aún más esta obligación relativa al ejercicio del derecho de voto, imponiendo a todos los inversores institucionales el ejercicio responsable de este derecho en diversidad de asuntos, incluida las remuneraciones de los administradores (S. 951 de la *Dodd-Frank Act*).²⁶⁶

Por último, en relación a los *hedge funds*, cuyo origen se data en la década de los 40 del siglo pasado en los Estados Unidos,²⁶⁷ estos se encuadran en la categoría de los

²⁶³ En la Sec 17. (80a-17) en relación a operaciones de partes vinculadas encontramos en su apartado (g) que la Comisión podrá autorizar que se impongan normas para impedir que cualquier trabajador o la sociedad gestora de la entidad de inversión colectiva que individual o colectivamente tenga acceso a los valores o los fondos de la entidad, ya sea directa o indirectamente con el objetivo de proteger a los inversores de la entidad. V. RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., págs. 22-23.

²⁶⁴ Sobre esta cuestión, v. POZEN, R. C., "Institutional investors: The reluctant activists", *Harv. Bus. Rev.*, 72, 1, 1994, págs. 140-149.

²⁶⁵ Así se recoge en la "Proxy Voting by Investment Advisers, Advisers Act Release" N° 1ª-2106, 17 C.F.R. de la SEC (de 31 de enero de 2003). El ejercicio del derecho de voto se debe realizar siguiendo los deberes de lealtad y diligencia y los estándares de un hombre prudente. Sobre esta norma, conocida en derecho estadounidense como la *Prudent Man Rule* o *Standard*, v. BINES, H. E., "Modern Portfolio Theory...", cit., pág. 782; GORDON, J. N., "The Puzzling Persistence of the Constrained Prudent Man Rule", *N.Y.U. L. Rev.*, 62, 1987, págs. 52-114.

Anteriormente este deber fiduciario únicamente se incluía respecto a los planes de pensiones sujetos a la ERISA, tal y como veremos al hablar de estos inversores institucionales (PERDICES HUETOS, A. B., "Los asesores de voto...", cit., pág. 9).

²⁶⁶ HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., "Proxy advisor...", cit., pág. 221. Si bien no afectó solo a los inversores institucionales, en la *Dodd-Frank Act* se incluyó la obligatoriedad de una votación no vinculante sobre la remuneración de los administradores, el famoso *Say on Pay*.

²⁶⁷ Son varios los autores que señalan el primer *hedge fund* en la sociedad "A. W. Jones and Co." constituida por Alfred Winslow Jones y otros cuatro amigos en 1949. Se considera la primera sociedad cuya estrategia

private funds,²⁶⁸ de forma parecida a lo que ocurre a nivel europeo con los fondos de inversión alternativa.²⁶⁹ Debido a que no realizaban apelación al ahorro público, los *hedge funds* no fueron objeto de regulación hasta tiempos recientes.²⁷⁰ Tras la crisis financiera de 2008, los grandes volúmenes que manejaban estas entidades así como la escasa regulación del sector bancario en la sombra hicieron que surgiera un movimiento para introducir una mayor regulación sobre los *hedge funds* de forma que se pudiera controlar los posibles riesgos sistémicos asociados. Con la aprobación de la *Dodd-Frank Act* en 2010, ad.ex., se estableció la obligatoriedad del registro en la SEC y el cumplimiento de ciertas obligaciones de información para sus gestores,²⁷¹ así como una serie de normas sobre la remuneración de las sociedades gestoras de *hedge funds*.²⁷²

6.2.- Los fondos de pensiones

Otro de los inversores institucionales clásicos y uno de los tipos asociados, al menos en su vertiente pública, al movimiento del activismo accionarial de los inversores institucionales, son los fondos de pensiones. Se trata de patrimonios separados, sin personalidad jurídica, que tienen como principal finalidad “*dar cumplimiento a los planes de pensiones*” que tienen vinculados (art. 2 LPFP). Para poder alcanzar este objetivo los fondos de pensiones invierten su patrimonio en diferentes productos de inversión, entre los que se encuentran los instrumentos financieros y, en concreto, los valores mobiliarios

de inversión fue la combinación de cobertura de riesgo, arbitraje y especulación, utilizando principalmente el cruce de posiciones cortas y largas. V. ENGRÁCIA ANTUNES, J., “Fondos de inversión libre...”, cit., pág. 13; KATZ, J. J., “Barbarians at the Ballot Box: the Use of Hedging to Acquire Low Cost Corporate Influence and Its Effect on Shareholder Apathy”, *Cardozo L. Rev.*, 28, 3, 2006, págs. 1483-1518, pág. 1492; PALÁ LAGUNA, R., *Los hedge funds...*, cit., págs. 75-76, 92 y ss.

²⁶⁸ Por *private fund* se entiende aquella *investment company* con menos de 100 participes o que, en caso de superar esta cifra sus participes sean considerados inversores cualificados o profesionales y sin que haya apelación al ahorro público o se comercialicen sus valores públicamente, tal y como se recoge en la Sec. 202 (a) 29 de la *Investment Advisers Act* de 1940 y en la Sec. 3(c) (1) y Sec. 3(c) (7) de la *Investment Company Act* de 1940.

²⁶⁹ V. PALÁ LAGUNA, R., *Los hedge funds...*, cit., págs. 77-78.

²⁷⁰ Debido a esas características no les era de aplicación ni la *Securities Act* de 1933 (15 U.S.C.A. §§ 77a-77aa), en lo que respecta a las ofertas públicas de suscripción o venta de valores, ni la mencionada *Investment Company Act* de 1940. Para más información sobre la regulación aplicable a los *hedge funds* y a sus gestores V. PALÁ LAGUNA, R., *Los hedge funds...*, cit., pág. 107 y ss.

²⁷¹ JOHNSTON, A., “Regulating Hedge Funds for Systemic Stability: The EU’s Approach”, *ELJ*, 21, 6, 2015, págs. 758-786, pág. 769; PALÁ LAGUNA, R., *Los hedge funds...*, cit., pág. 132 y ss.

²⁷² PALÁ LAGUNA, R., *Los hedge funds...*, cit., pág. 188 y ss.

admitidos a negociación en mercados regulados.²⁷³ Estos fondos de pensiones serán administrados por entidades gestoras, tal y como vienen definidas y caracterizadas en el art. 20 LPFP, y sobre las que hablaremos a continuación al tratar los aspectos organizativos y de gestión de estos fondos.

Es importante diferenciar los fondos de los planes de pensiones. Estos últimos son productos de ahorro a largo plazo que tienen como finalidad cubrir unas contingencias concretas por medio de una serie de prestaciones. De forma mayoritaria podemos hablar de la jubilación, pero pueden cubrirse también casos de viudedad, supervivencia, orfandad, incapacidad permanente, dependencia, enfermedad grave, desempleo de larga duración y fallecimiento (sobre la naturaleza de los planes de pensiones v. el art. 1 LPFP). Las prestaciones que otorgue un plan de pensiones dependerán de las aportaciones realizadas por los partícipes así como de los rendimientos que haya obtenido la gestión vía el fondo. Estas prestaciones tendrán carácter privado y, en el caso de España, son complementarias a las pensiones públicas.²⁷⁴ Por su parte, los fondos de pensiones son el instrumento financiero a través del cual se canalizan los derechos y obligaciones monetarias derivados del plan de pensiones que los integra.

El crecimiento de los fondos de pensiones entre los diversos mercados se debe principalmente a su tratamiento fiscal favorable en la mayoría de los ordenamientos.²⁷⁵ Asimismo, a diferencia de España, dónde su utilización es más reducida que otros productos financieros, en algunos países europeos es un producto ampliamente utilizado para complementar las futuras pensiones de los trabajadores.²⁷⁶

²⁷³ BENITO OSMA, F., *Los partícipes y beneficiarios en la nueva regulación de los planes y fondos de pensiones*, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2008, pág. 36; TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho de seguros y fondos de pensiones*, Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2006, pág. 318 y ss; IDEM, “Concepto y tipología...”, cit., pág. 57.

²⁷⁴ Así en la Exposición de Motivos de la Ley 8/1987, de 8 de junio, de regulación de los planes y fondos de pensiones, se consideró a los planes de pensiones como una modalidad de ahorro de origen contractual, un sistema de previsión social que cada individuo puede contratar de forma libre y voluntaria, que en el futuro les dará derecho a unas prestaciones de carácter privado que complementarán el sistema general y obligatorio que es la Seguridad Social. Sobre esta materia, v. BENITO OSMA, F., *Los partícipes y...*, cit., pág. 36.

²⁷⁵ RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., págs. 19-20.

²⁷⁶ A finales de 2016, el volumen de activos de los fondos de pensiones en España se situó en 106.839 millones de euros, mientras que, ad.ex., el patrimonio de las IICs españolas en esa fecha era de 394.219 millones de euros, casi cuatro veces superior a la cifra de los fondos de pensiones. De este volumen en los

6.2.1.- Antecedentes del régimen actual de los fondos y los planes de pensiones

El nacimiento de la previsión social, concepto que incluye no solo los planes de pensiones, sino también a las mutualidades, entidades aseguradoras y otros instrumentos de análoga finalidad, tiene su origen en el establecimiento de sistemas de protección entre grupos de trabajadores que se unían para hacer frente de forma colectiva a diversos acontecimientos de carácter negativo que tuvieran influencia en sus circunstancias laborales y económicas (ad.ex., el fallecimiento o un accidente que derivara en una situación de incapacidad o una baja del trabajador). Con el tiempo, estos sistemas de protección se fueron extendiendo para toda la población a la vez que se ampliaba el abanico de riesgos que se iban cubriendo (enfermedad, accidente, desempleo, invalidez, maternidad, jubilación y fallecimiento). Cabe señalar que las primeras entidades que gestionaron este tipo de agrupaciones de previsión social tenían el carácter privado.²⁷⁷

Los fondos de pensiones y los planes de pensiones tal y como los conocemos actualmente nacieron en los Estados Unidos. Su origen lo podemos situar en la constitución del plan de pensiones para el cuerpo de policía de la Ciudad de Nueva York (el *New York City Police Pensión Fund*) en 1857, el primer plan de pensiones de carácter público (*public pension plan*) en los Estados Unidos y, en la *American Express Co.* en 1875, el primer plan de pensiones privado (*corporate pensión plan*), con fondos íntegramente desembolsados por la propia sociedad.²⁷⁸ Por otro lado, no fue hasta 1921

fondos de pensiones, dos terceras partes son planes de pensiones individuales y solo un tercio son de empleo, es decir, promovidos por una empresa. (INVERCO, *Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones. Informe 2016 y perspectivas 2017*, 2017, pág. 7, consultado el 21 de enero de 2018 en <http://www.inverco.es/archivosdb/ahorro-financiero-de-las-familias-iics-y-fp-2016.pdf>).

Cada vez son más quienes consideran el sistema actual de pensiones español está obsoleto y es necesaria una reforma integral para adaptar este producto a las necesidades actuales. No hay que olvidar que los actuales planes de pensiones fueron creados hace 30 años y la regulación se ha quedado anticuada. Así, el propio economista jefe de la sección de planes de pensiones privados de la OCDE, Pablo Antolín, ha señalado en diversas ocasiones la necesidad de establecer una reforma de las pensiones españolas. Puede consultarse una entrevista concedida por Pablo Antolín sobre esta cuestión en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/11/17/midiner/1510932337_960286.html.

²⁷⁷ MALDONADO MOLINA, F. J., *Las Mutualidades de Previsión Social como Entidades Aseguradoras*, Comares, Granada, 2001, pág. 36.

²⁷⁸ Sobre esta cuestión, v. PIESCHACÓN VELASCO, C., *La Ley de Planes y Fondos de Pensiones; 20 Años después*, Fundación Inverco, Madrid, 2008, pág. 10.

cuando se formuló el primer contrato de seguro de grupo de rentas vitalicias por la *Metropolitan Life Insurance Company* de Nueva York.²⁷⁹

Por su parte, los primeros fondos de pensiones de carácter público (general, como es nuestra Seguridad Social), tienen su origen en Alemania, donde en 1881 el Canciller Otto von Bismarck introdujo el primer sistema público de pensiones llamado “de reparto”. Esta modalidad de fondo implicaba la creación de un fondo único que daría cobertura a los enfermos y a las personas mayores que dejaran de trabajar, sistema de pensiones que se extendió rápidamente entre los países vecinos.²⁸⁰

En nuestro país encontramos unos claros antecedentes de previsión social en las antiguas cofradías, hermandades y montepíos. Al igual que en el resto de países de nuestro entorno los primeros ejemplos de sistemas de pensiones españoles no tienen su origen en una actividad promotora estatal, sino en la actividad del sector privado. El primer ejemplo de un fondo de pensiones privado similar a los actuales se remonta a 1904 cuando se fundó la Caja de Pensiones para la Vejez, el origen del actual Caixabank.²⁸¹

En España se aprecia un fuerte predominio de los sistemas públicos de previsión social. Los sistemas privados son utilizados por una minoría, con un cierto grado de desconfianza, a pesar de la promoción de los mismos para intentar solucionar los desequilibrios existentes y previsibles en el sistema de financiación actual de los sistemas de previsión públicos.²⁸² Entre las diversas medidas destaca de forma notable la figura de la deducibilidad fiscal de las aportaciones empresariales a los sistemas de previsión complementaria. En realidad, esta posibilidad no es actual pues ya se recogía en el Real

²⁷⁹ Sobre los orígenes de los planes de pensiones privados estadounidenses puede consultarse la obra de referencia MCGILL, D. M.; BROWN, K. N.; HALEY, H. J.; SCHIEBER, S. J., *Fundamentals of private pensions*, 9ª Ed., Oxford University Press, Oxford and New York, 2010, págs. 78-81.

²⁸⁰ BLAKE, D., *Pension schemes and pension funds in the United Kingdom*, 2ª Ed., Oxford University Press, New York, 2003, pág. 7.

²⁸¹ En cuanto a los sistemas de previsión de carácter público encontramos los primeros atisbos en los Montepíos militares y de funcionarios civil del siglo XVIII y en la Ley General de Beneficencia de 1822. Posteriormente surgirían los primeros seguros colectivos de los trabajadores vía cajas de retiro y de socorro para enfermos e inválidos a principios del siglo XX. En 1946 se constituyeron las Mutualidades Laborales con carácter obligatorio para ciertos profesionales. Sobre este análisis histórico, v. también MALDONADO MOLINA, F. J., *Las Mutualidades de Previsión...*, cit., pág. 40.

²⁸² PIESCHACÓN VELASCO, C., *La Ley de Planes...*, cit., págs. 12-13.

Decreto de 17 de Septiembre de 1906 para la administración y cobranza de la de la contribución sobre las utilidades de la riqueza mobiliaria.²⁸³

En 1978 se promulgó el Real Decreto-ley 36/1978, de 16 de noviembre, sobre gestión institucional de la Seguridad Social, la salud y el empleo.²⁸⁴ Por su parte, la vertiente privada de los sistemas de previsión social fue regulada por la Ley 8/1987, de 8 de junio, de regulación de los planes y fondos de pensiones, norma derogada en 2002 por la actual LPFP.

En general, en aquellos países en los que exista una Seguridad Social a cargo del Estado se podrán distinguir dos sistemas de previsión social. Por un lado el sistema público donde es el Estado el encargado de gestionar los fondos aplicables en materia sanitaria, pensiones y otras prestaciones sociales, dentro del esquema de lo que se denomina estado de bienestar. Por otro lado, en estos regímenes, también suele regularse un sistema complementario de previsión social, en este caso de carácter privado, donde se incluyen los planes de pensiones y los seguros de vida entre otros instrumentos financieros destinados a captar el ahorro para cubrir estas prestaciones.²⁸⁵

El establecimiento de esta separación tiene como uno de sus principales antecedentes el sistema británico en el que a partir de 1959 se introduce la concepción de los planes de pensiones privados como un complemento al sistema público.²⁸⁶ También fue clave para el desarrollo de esta separación e impulso de los productos de previsión social individuales el desarrollo del sistema holandés de pensiones privadas.²⁸⁷

²⁸³ Así en el art. 50.4ª de este RD se establecía que se tendrán también por gastos deducibles las cantidades que las Compañías o Sociedades destinen a fondos o Cajas de retiro o pensiones para sus empleados, siempre que tales sumas no excedan del 10 por 100 de las que represente el total pago de su personal.

²⁸⁴ PIESCHACÓN VELASCO, C., *La Ley de Planes...*, cit., pág. 13.

²⁸⁵ El establecimiento y promoción de un sistema complementario de previsión social de carácter privado tiene su base en la necesidad de mejorar la cohesión social y atender los problemas derivados del envejecimiento que hacen difícil la sostenibilidad de los sistemas públicos a largo plazo, tal y como señala el propio legislador en la Exposición de Motivos de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio (LIRPF).

²⁸⁶ BLAKE, D., *Pension schemes...*, cit., págs. 11-13.

²⁸⁷ PIESCHACÓN VELASCO, C., *La Ley de Planes...*, cit., pág. 7-8 y 14. Respecto a los sistema de pensiones privados merece la pena reseñar que en el informe de la OECD, *Pensions at a Glance 2017: OECD and G20 indicators*, OECD Publishing, Paris, 2017, pág. 151, consultado el 2 de septiembre de 2018 en

En esta tesis nos vamos a centrar en el estudio del ámbito privado y, en particular en este epígrafe, de los fondos de pensiones. Más adelante se analizarán las cuestiones relativas a las entidades aseguradoras como inversores institucionales.

6.2.2.- El régimen jurídico de los fondos de pensiones

Bajo el prisma del Derecho europeo, los fondos de pensiones están regulados y armonizados por la Directiva (UE) 2016/2341 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2016, relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo.²⁸⁸ Según el art. 6 de la mencionada disposición, se define que se considerará fondo de pensiones de empleo así como plan de pensiones, centrándose en el carácter laboral de dichas instituciones.²⁸⁹

Asimismo, respecto al ordenamiento nacional, ya hemos indicado que la primera norma que reguló los fondos de pensiones en derecho español fue la Ley 8/1987, de 8 de junio, de regulación de los planes y fondos de pensiones, Ley que fue derogada por la

http://dx.doi.org/10.1787/pensions_glance-2017-en, en el cual se resalta que en el contexto de la OCDE, los fondos de pensiones privados en el año 2010 cubrían a un 88% de la población activa por la parte obligatoria y un 28,3% por la parte voluntaria. Por otro lado, en nuestro país, no existe ningún tipo de plan de pensiones privado obligatorio y los de carácter voluntario únicamente cubren a un 18,6% de la población activa.

²⁸⁸ La finalidad de esta Directiva es armonizar las normativas en relación a este tipo de instituciones y la gestión de los planes de pensiones colectivos, con el objetivo de garantizar la solvencia financiera de los planes de pensiones gestionados, mejorar la protección e información de los partícipes y beneficiarios, eliminar obstáculos para la actividad transfronteriza de estos fondos y fomentar la inversión responsable y a largo plazo. Sobre esta normativa, v. LABORDA IBAÑEZ, M., “Repercusión de la Directiva 2016/2341 en los fondos de pensiones de empleo”, *RDU*, 22, 2018, págs. 391-406, pág. 392. Sin embargo, una de las principales cuestiones de esta regulación ya figuraba en la anterior normativa europea, la Directiva 2003/41/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de junio de 2003 relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo. En ella se establecía que los fondos de pensiones tienen una doble configuración, por un lado son una entidad que gestiona un instrumento de previsión social pero a la vez es una entidad financiera, un inversor institucional (TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho de seguros...*, cit., pág. 271).

²⁸⁹ Se considerará fondo de pensiones de empleo (apartado 1) a “*toda institución con independencia de su forma jurídica, que opere mediante sistemas de capitalización, sea jurídicamente independiente de la empresa promotora o sector y cuya actividad consista en proporcionar prestaciones de jubilación en el contexto de una actividad laboral sobre la base de un acuerdo o contrato suscrito: (a) individual o colectivamente entre el empleador o empleadores y el empleado o empleados o sus representantes respectivos, o (b) con trabajadores por cuenta propia, a título individual o colectivo, cuando así lo establezca simultáneamente el Derecho del Estado miembro de origen y del Estado miembro de acogida; y que dicho acuerdo tenga su origen en la precitada relación laboral*”. Por su parte, en el apartado 2 del art. 6 de la Directiva 2016/2341 se señala que por plan de pensiones se entenderá “*todo acuerdo que revista la forma de contrato, acto constitutivo o normativa que defina prestaciones de jubilación, así como las condiciones para su obtención*”.

actual regulación, el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones (en adelante, LPFP). La introducción de este nuevo texto refundido permitió aclarar, simplificar y sustituir la normativa vigente hasta ese momento.

La LPFP ha sido a su vez desarrollado por el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones (en adelante, RFPF).²⁹⁰

6.2.3.- Concepto y clases de fondos de pensiones

Recuérdese que los fondos de pensiones son patrimonios sin personalidad jurídica vinculados a la ejecución de uno o varios planes de pensiones (tal y como se recoge en el art. 2 LPFP y en el art. 3 RFPF). La integración de los planes de pensiones en fondos de pensiones es obligatoria *ex lege*, con la finalidad de garantizar la financiación, cobertura y efectividad del plan.²⁹¹

El origen del patrimonio que conforma un fondo de pensiones procede de las aportaciones que realizan los partícipes a los planes de pensiones. Como consecuencia, la titularidad de los recursos patrimoniales afectos a cada plan de pensiones corresponde a los partícipes y beneficiarios de los planes de pensiones (art. 8.4 LPFP y el art. 17.1 RFPF). A pesar de que los partícipes también serán considerados como copropietarios del fondo de pensiones en el que esté integrado el plan correspondiente,²⁹² el patrimonio del

²⁹⁰ Además existen diversas Órdenes del Ministerio de Economía y Resoluciones de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (en adelante, DGSFP) que desarrollan esta disposición y que pueden encontrarse en <https://www.dgsfp.mineco.es/>.

También serán relevantes en esta cuestión algunas normas tributarias pues, como hemos anticipado anteriormente, el legislador español ha promovido la contratación de sistemas de previsión complementarios a través de deducciones fiscales. La base imponible general del Impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) se puede reducir por las aportaciones y contribuciones a los siguientes sistemas de previsión social a: planes de pensiones, mutualidades de previsión social, planes de previsión asegurados, planes de previsión social empresarial, primas satisfechas a seguros privados que cubran exclusivamente el riesgo de dependencia severa o gran dependencia y así como las contribuciones empresariales a seguros colectivos de dependencia. Sin ánimo de extenderse en esta cuestión se puede consultar el sistema concreto en los arts. 51 y ss. de la LIRPF.

²⁹¹ BENITO OSMA, F., *Los partícipes y...*, cit., págs. 79-88; PIESCHACÓN VELASCO, C., *La Ley de Planes...*, cit., pág. 60.

²⁹² La titularidad de cada partícipe se representará por medio de certificados de pertenencia a los planes de pensiones, sin que estos certificados puedan en ningún caso ser transmisibles (art. 8.9 LPFP). V. BENITO OSMA, F., *Los partícipes y...*, cit., pág. 233.

fondo de pensiones será considerado como una única unidad, de forma similar a lo que ocurría con las IICs que adoptan la forma de fondos.²⁹³ Las facultades relativas al régimen de copropiedad serán ejecutadas por medio de la comisión de control del FP.²⁹⁴

A continuación vamos a describir las diferentes clasificaciones en las que se puede dividir los diferentes tipos de fondos de pensiones. En primer lugar, podemos distinguir dos tipos de fondos de pensiones según los tipos de planes de pensiones que integran. Los primeros son los fondos de pensiones de empleo, que son aquellos fondos de pensiones que integran planes del sistema de empleo, donde el promotor será una sociedad o entidad y sus partícipes son los empleados del promotor. En segundo lugar tenemos los fondos de pensiones personales, que serán aquellos que integran planes del sistema asociado o individual. El sistema asociado será aquel promovido por una asociación o sindicato, teniendo como partícipes sus asociados, miembros o afiliados; mientras que los personales serán productos financieros que serán contratados por personas físicas, siendo estas sus partícipes.²⁹⁵

En segundo lugar, según el número de planes de pensiones que integran los fondos de pensiones podemos diferenciar dos clases, los fondos de pensiones monoplan que como su nombre indica solo incluirán un plan de pensiones; y los fondos de pensiones multiplan que serán integrados por dos o más planes de pensiones.²⁹⁶

En tercer lugar, podemos diferenciar dos tipos de fondos de pensiones según su capacidad para canalizar inversiones de otro fondo de pensiones. Los que no tienen esa capacidad se denominan fondos de pensiones cerrados, frente a los que sí pueden

²⁹³ BENITO OSMA, F., *Los partícipes y...*, cit., pág. 95.

²⁹⁴ TAPIA HERMIDA, A. J., “Concepto y tipología...”, cit., pág. 58. La comisión de control es el órgano encargado de representar los intereses de los partícipes, beneficiarios y promotores de un plan de pensiones y tienen como función principal la supervisión de la gestión del fondo (art. 8 LPFP).

²⁹⁵ Podemos encontrar esta clasificación de los fondos de pensiones en el art. 11.7 LPFP y en los arts. 3.3 y 56.1 RFPF.

²⁹⁶ Esta tipología de fondos de pensiones se encuentra regulada en el art. 11.8 LPFP y en el art. 56.1 RFPF. Las principales consecuencias de esta diferenciación son que si nos encontramos con un fondo de pensiones multiplan la contabilidad será relativamente más compleja al tener que manejar más de una cuenta de posición, una por cada plan de pensiones que integre; la organización también se verá perjudicada al tener que integrar una comisión de control que englobe los representantes de cada comisión de control de cada uno de los planes de pensiones que lo integre o representantes de las diferentes entidades promotoras en el caso de que sea un plan de pensiones del sistema individual (TAPIA HERMIDA, A. J., “Concepto y tipología...”, cit., págs. 58-59).

canalizar inversiones de otro fondo que serán denominados fondos de pensiones abiertos.²⁹⁷ Cabe señalar que ya no será necesaria la autorización administrativa para la conversión a un fondos de pensiones abierto pero deberá comunicarse a la DGSFP en los términos previsto en el art. 60.6 RPPF. Los fondos de pensiones abiertos canalizarán y desarrollarán la inversión de los planes de pensiones adscritos al mismo así como los recursos de otros fondos de pensiones de su misma categoría.²⁹⁸

Finalmente, podemos indicar que existe una clasificación adicional relativa a los diferentes tipos de planes de pensiones según la modalidad de obligaciones económicas que se establecen en los mismos. Podemos diferenciar entre planes de pensiones de aportación definida, de prestación definida o mixtos, que son aquellos que combinan los dos anteriores. En los planes de pensiones de aportación definida la cuantía de las aportaciones de los partícipes o las contribuciones de los promotores está predeterminada, por lo que cuando ocurra una contingencia únicamente se recibirá lo aportado con su correspondiente rendimiento. Mientras, en los planes de pensiones de prestación definida es la cuantía de las prestaciones a percibir por los beneficiarios la que está predeterminada.²⁹⁹ En esta última modalidad se garantizan las prestaciones con los fondos del promotor, soportando este el riesgo por infradotación. Los planes de pensiones de sistema individual no podrán regirse por esta última modalidad (en virtud del art. 4 apartados 2 y 3 LPFP).

6.2.4.- La gestión de los fondos de pensiones y los planes de pensiones

En materia de gestión podemos distinguir, en primer lugar, a las comisiones de control de los planes de pensiones. Y es que, para la correcta ejecución y funcionamiento de un plan de pensiones es imprescindible la existencia de una comisión de control que se encargue de supervisar la correcta ejecución y funcionamiento del plan de pensiones (art. 7 LPFP). Estas son el equivalente a la junta general de accionistas de una sociedad

²⁹⁷ TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho de seguros...*, cit., pág. 318.

²⁹⁸ Los fondos de pensiones abiertos están regulados en el art. 11 *ter* LPFP y art. 56.2 RPPF. En la regulación actual ya no se exige un patrimonio mínimo, pero si era una exigencia hasta 2014, cifra que fue decreciendo desde los 30 millones de euros, pasando por 12 millones hasta la eliminación de este requisito en la actualidad.

²⁹⁹ RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., págs. 19-22; TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 292.

de capitales ya que es el órgano de participación y representación de los interesados, principalmente los partícipes y los beneficiarios.³⁰⁰

Como vemos, la comisión de control será la encargada de representar los intereses de estos ante la entidad gestora del fondo, de forma que de las diversas funciones que deberá desarrollar esta comisión de control destaca, en particular y a efectos de esta tesis, la supervisión del cumplimiento de las cláusulas del plan referentes a los derechos de los partícipes y beneficiarios (art. 7.1 LPFP).³⁰¹ En segundo lugar, podemos señalar que en aquellos fondos de pensiones integrados con más de un plan (multiplan) existirá un segundo nivel de supervisión con una comisión de control formada por los representantes de las comisiones de control del conjunto de los planes de pensiones que lo integran.

Respecto a los fondos de pensiones, debido a su condición de patrimonio sin personalidad jurídica, estos requerirán en todo caso del apoyo de entidades externas para su correcto funcionamiento, al igual que ocurría con los fondos de inversión. La administración y gestión de los fondos de pensiones se delegará en una entidad gestora con la colaboración de una entidad depositaria.³⁰² Podrán ejercer las funciones de entidades depositarias aquellas entidades de crédito debidamente registradas como entidades depositarias de fondos de pensiones en la DGSFP. Su principal función será la

³⁰⁰ El art. 7.3 de la Ley 8/1987, de 8 de junio, de Regulación de los planes y fondos de pensiones, establecía que la comisión de control del plan de pensiones estaba formada por los representantes del promotor, partícipes y beneficiarios, preservándose la mayoría absoluta en la figura de los partícipes. Sin embargo, en la regulación actual los beneficiarios podrán ser representados por los partícipes de forma general, la composición podrá ser paritaria entre partícipes y promotor e incluso se permite una distribución de representantes distinta a la que se recoge legalmente (art 7 LPFP y art. 30 RFPF). V. BENITO OSMA, F., “Las entidades de crédito en los fondos de pensiones y su participación en las sociedades cotizadas”, *DN*, 176, 2005, págs. 5-19, pág. 9.

En el citado trabajo se presenta a las entidades de crédito como promotoras habituales de fondos de pensiones. Si unimos a este hecho la posibilidad de no contar con una comisión de control en aquellos fondos que instrumentan planes de pensiones del sistema individual, otorgando al promotor estas funciones, supone la constitución de un supuesto en el que las entidades de crédito, en su calidad de promotoras no tendrían prácticamente ningún órgano que las controlara, generándose una situación en la que podrían producirse conflictos de intereses.

³⁰¹ Sobre las funciones específicas que desarrolla la comisión de control, v. BENITO OSMA, F., *Los partícipes y...*, cit., págs. 269-270; TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho de seguros...*, cit., págs. 321-322.

³⁰² En virtud del art. 14 LPFP y del art. 3.2º RFPF se establece la obligatoriedad de que cada fondos de pensiones cuente con una entidad gestora y una entidad depositaria.

custodia de los valores mobiliarios y demás activos financieros que integren el fondo de pensiones.³⁰³

Por su parte, la entidad gestora administrará y gestionará el patrimonio del fondo de pensiones.³⁰⁴ Las funciones de las entidades gestoras de fondos podrán ser encomendadas a sociedades anónimas, cuyo objeto exclusivo sea la administración de fondos de pensiones y su capital esté representado en acciones nominativas; así como a entidades aseguradoras de vida o a mutualidades de previsión social.³⁰⁵ La función esencial de las entidades gestoras de fondos de pensiones será la administración del patrimonio que integra el fondo y, más concretamente, tomar las decisiones de inversión respecto a dicho patrimonio, siempre teniendo en cuenta el beneficio de los partícipes o beneficiarios del fondo de pensiones.³⁰⁶ La actividad tanto de la entidad gestora del fondo de pensiones como de la entidad depositaria será fiscalizada por la comisión de control.³⁰⁷

Para concluir, podemos referirnos a la similitud de este sistema de gestión respecto del supuesto anteriormente estudiado, el de las IICs, a excepción de la existencia, en este caso, de la comisión de control como órgano que vela por los intereses de los beneficiarios y partícipes del plan de pensiones.

³⁰³ El régimen concreto de las entidades depositarias de fondos de pensiones queda establecido en los arts. 21 y ss. LPFP y los arts. 57 y 82 y ss. RPPF. V. PIESCHACÓN VELASCO, C., *La Ley de Planes...*, cit., pág. 99.

³⁰⁴ La relación jurídica entre la entidad gestora y el fondo de pensiones se encuadraría bajo la figura del clásico contrato de gestión del Derecho privado. Sobre el conjunto completo de funciones de la entidad gestora V. TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho de seguros...*, cit., págs. 325-327.

³⁰⁵ Solo podrán actuar como entidades gestoras de fondos de pensiones las sociedades anónimas, entidades aseguradoras de vida o mutualidades de previsión social que cumplan con los requisitos legalmente establecidos en el art. 20 LPFP y art. 79 RPPF, entre las que se encuentran la obligatoriedad de tener el domicilio social en España y disponer de un capital desembolsado de 600.000 euros, debiéndose incrementar adicionalmente estos recursos propios en las siguientes proporciones según los activos de fondos de pensiones gestionados. Estas entidades deberán inscribirse en el Registro administrativo para Entidades Gestoras de Fondos de Pensiones, el cual se encuentra en la DGSFP, y está regulado en el art. 11.5 LPFP (PIESCHACÓN VELASCO, C., *La Ley de Planes...*, cit., pág. 98).

³⁰⁶ El régimen concreto de las entidades gestoras de fondos de pensiones queda establecido en los arts. 13 y ss. LPFP y los arts. 57 y 78 y ss. RPPF.

³⁰⁷ Así lo señala TAPIA HERMIDA, A. J., “Concepto y tipología...”, cit., pág. 58 al establecer las relaciones de coordinación entre la comisión de control, la entidad gestora y la depositaria.

6.2.5.- La actuación de los fondos de pensiones como inversores en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación

Cuando hablamos de los fondos de pensiones nos encontramos ante un inversor institucional (que actúa a través de su entidad gestora), que aglutina los ahorros de una serie de pequeños ahorradores que buscan por medio de este instrumento asegurar la cobertura de posibles contingencias futuras (jubilación, desempleo de larga duración, enfermedad, etc.). Sin duda, estos pequeños inversores podrían simplemente apartar una parte de sus ahorros con esta finalidad, pero no dispondrían más que esa cuantía para hacer frente a esas contingencias. Sin embargo, por medio de la gestión de los fondos de pensiones, además de tener un sistema de protección social, pueden llegar a obtener mejores rentabilidades de sus ahorros,³⁰⁸ aprovechándose de una serie de beneficios fiscales vinculados a la utilización de estos productos.

Como vemos, el principal objeto social de los fondos de pensiones, a diferencia de las IICs, no es el ejercicio profesional de la inversión, sino la gestión de un plan de pensiones, como sistema de previsión social. Sin duda, esta gestión implicará la inversión del patrimonio que conforma el fondo, tanto para contrarrestar los efectos de la inflación como para intentar alcanzar mayores cuantías vía la rentabilidad que se pueda alcanzar mediante una correcta gestión de la cartera de inversión. Debido a esta diferencia, por la cual la actividad inversora es un objetivo complementario y no principal de la sociedad, como ya hemos dicho al clasificar a los inversores institucionales, TAPIA HERMIDA consideró que los fondos de pensiones no podían estar al mismo nivel que las IICs y los clasificó en distintos niveles.

Sin embargo, aunque el principal objeto social del fondos de pensiones no sea la actividad inversora, se puede considerar que el ejercicio será muy similar al que ejercen las IICs, teniendo en cuenta que en los fondos de pensiones habrá más limitaciones para rescatar las aportaciones y que el perfil inversor puede tender a ser más conservador al tener una finalidad más concreta, cubrir unas contingencias. También podemos aceptar que el personal que se encargue de gestionar el fondo de pensiones no se dedicará en exclusiva a servicios de inversión, sino que parte del mismo se encargará de atender las solicitudes de los beneficiarios relativas a la ocurrencia de las contingencias cubiertas.

³⁰⁸ Los partícipes ponen en manos de los fondos de pensiones, en su calidad de inversor institucional, sus recursos patrimoniales para que los conviertan en inversiones, a medio/largo plazo según las contingencias que cubra el plan de pensiones, v. BENITO OSMA, F., *Los partícipes y...*, cit., pág. 131.

No obstante, estos aspectos nos parecen suficientemente diferenciadores como para no incluirlos en el grupo de los inversores institucionales de primer nivel, al menos a los efectos del objeto de esta tesis. Lo mismo ocurrirá en el caso de las entidades de seguros como veremos a continuación.³⁰⁹

En este supuesto, como en el caso de las IICs, al tener habitualmente como clientes a pequeños ahorradores que carecen de conocimientos técnicos y que están cediendo la gestión de sus ahorros a una entidad especializada, el legislador ha estimado necesario considerar a los fondos de pensiones como inversores cualificados.³¹⁰ Esta tipificación supondrá que los fondos de pensiones tendrán que regirse por una serie de normas que permitan la supervisión administrativa de su actividad para tratar de dar mayor seguridad a los pequeños ahorradores que contraten los planes de pensiones integrados dentro de los fondos de pensiones.

Los fondos de pensiones invertirán parte de su patrimonio en diferentes activos, entre los que se encontrarán, las acciones de sociedades cotizadas, valores susceptibles de ser admitidos a negociación en un mercado regulado. Sin embargo, debido a los criterios y límites a la hora de invertir que deben cumplir los fondos de pensiones, el peso de su participación en las sociedades cotizadas no será muy elevado. Así podemos exponer que en el tercer trimestre de 2017 la renta variable en su conjunto suponía un 14,2% de la cartera de los fondos de pensiones con una tendencia al alza pero siempre dentro de un margen del 10% en virtud del art. 72 RFPF. El grueso de la cartera de los fondos de pensiones lo compone la renta fija superando el 50% de la composición de la cartera. Cabe destacar el rápido crecimiento del porcentaje que supone la inversión en IICs (en su conjunto) por parte de los fondos de inversión, siendo en el tercer trimestre de 2017 de un 22,7%, superando la inversión en deuda pública española que se sitúa en un 21,4%.³¹¹

³⁰⁹ TAPIA HERMIDA, A. J., “Concepto y tipología...”, cit., pág. 51 y 59.

³¹⁰ Los fondos de pensiones ya eran considerados como inversores institucionales en el art. 7.1.a) del RD 291/1992, y como inversores cualificados en el art. 39.1.a) del RD 1310/2005.

³¹¹ Se pueden consultar estos datos en DGSFP, *Boletín de Información Trimestral de Planes y Fondos de Pensiones Tercer Trimestre 2017*, 2017, pág. 8, consultado el 18 de enero de 2018 en [http://www.dgsfp.mineco.es/PlanesFondos/Documentos/2017/Boletines trimestrales/Informacion Trimestral de planes 3T 2017.pdf](http://www.dgsfp.mineco.es/PlanesFondos/Documentos/2017/Boletines_trimestrales/Informacion_Trimestral_de_planes_3T_2017.pdf).

A) Criterios de inversión aplicables a los fondos de pensiones

En virtud del art. 19 de la Directiva 2016/2341, los Estados miembros deberán exigir a los fondos de pensiones de empleo registrados o autorizados en su territorio que inviertan sus activos de acuerdo a la *Prudent Man Rule* (regla de la persona prudente), concretándose además una serie de normas respecto a los criterios de inversión en dicho precepto.

Entre otras medidas, debido al interés social que trasciende de los fondos de pensiones, su actividad inversora deberá realizarse de acuerdo con criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación, plazos adecuados para cumplir con su finalidad y siempre teniendo en cuenta el interés de los partícipes y beneficiarios. La gestión de la inversión deberá llevarse a cabo por personas idóneas, de igual manera que se exige en todas las entidades financieras³¹²

La normativa impone una serie de limitaciones cuantitativas a las inversiones de los fondos de pensiones.³¹³ Así se establece que las inversiones deberán ser mayoritariamente en activos financieros negociados en mercados regulados. En el caso concreto de las acciones también se deberá aplicar el límite del 5% de los activos del fondo de pensiones que se pueden invertir en valores o instrumentos financieros emitidos por una misma entidad.³¹⁴ Este porcentaje podrá alcanzar el 10% siempre que el conjunto de la inversión en sociedades que supera el límite general del 5% no exceda del 40% de sus activos. Además, no se podrá invertir más de un 10% en empresas de un mismo grupo.³¹⁵ Como

³¹² Los principios de política inversora de los fondos de pensiones se encuentran recogidos en el art. 69 RFPF. En concreto, respecto al apartado 3 de este art. 69 del RFPF, podemos afirmar que incluye una terminología un tanto desfasada, al hacer referencia a que “*La gestión de inversiones será realizada por personas honorables que posean la adecuada cualificación y experiencia profesional.*” Como indica PALÁ LAGUNA, “*la honorabilidad empresarial y profesional de quien vaya a desempeñar el cargo de consejero o alto directivo, es un requisito previo para la obtención de la autorización administrativa, autorización necesaria con carácter general para la realización de actividades o la prestación de servicios en los mercados financieros*” (PALÁ LAGUNA, R., “Comentario a la disposición final vigésima tercera”, en AA.VV., *Comentario a la Ley Concursal*, J. Pulgar Ezquerro, (dir.), Wolters Kluwer - La Ley, Madrid, 2016, págs. 2726-2740, pág. 2730).

³¹³ V. art. 16 LPFP y arts. 70 y ss. RFPF. Asimismo, se establecerán límites más estrictos sobre determinadas categorías de activos, con el fin de asegurar liquidez o solvencia del fondo de pensiones.

³¹⁴ Este requisito por el que se establece la obligatoriedad de mantener un alto grado de diversificación de la cartera está establecido en el art. 72.b) RFPF.

³¹⁵ Originalmente el límite solo podía ser del 5% sin mediar excepciones. Sin embargo, tras las críticas del sector que lo consideraban excesivamente conservador se introdujeron las excepciones mencionadas. Sobre

vemos, los límites relativos a los niveles de inversión que pueden alcanzar los fondos de pensiones respecto a acciones de sociedades cotizadas se encuentran en el mismo rango que los de las IICs, por lo tanto, podemos afirmar que el legislador ha sido consistente al regular esta materia teniendo en cuenta que los aspectos a proteger eran similares.

Con el objeto de mejorar la transparencia y la difusión de la información sobre la gestión de las inversiones, el art. 1.40 del Real Decreto 681/2014, de 1 de agosto, modificó el art. 69 RFPF, para incluir, entre otras obligaciones, la realización de una declaración de los principios de la política de inversión de los fondos de pensiones que debía ser elaborada por la comisión de control con la participación de la entidad gestora.³¹⁶ Entre la información que debe contener esta declaración se incluyen los criterios empleados para seleccionar las inversiones, la metodología y gestión de riesgos, detalles sobre la naturaleza y duración de los compromisos derivados de la inversión, los procesos de supervisión y cumplimiento de los principios establecidos y el período de vigencia de la política de inversión.³¹⁷ Respecto a esta declaración, la comisión de control deberá dar suficiente publicidad, entregándola en todo caso a la entidad depositaria del fondo de pensiones.

B) El ejercicio de los derechos políticos

En segundo lugar, podemos mencionar que los arts. 69.6 y 81.2.c) del RFPF establecen cómo debe realizarse la selección y gestión de las inversiones por parte de las entidades gestoras y, en particular, el ejercicio de los derechos inherentes a los valores y bienes del fondo. En el conjunto de estos derechos encontraremos el ejercicio de los derechos políticos derivados de las acciones que forman parte de la cartera, que serán

esto, TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 301 también incluye una reflexión en esta línea señalando que el límite del 5% parecía excesivamente riguroso para un tipo de entidades que invierten habitualmente a largo plazo.

³¹⁶ Así se recoge en la Exposición de Motivos del Real Decreto 681/2014, de 1 de agosto, por el que se modifica el Reglamento de planes y fondos de pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, el Reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios, aprobado por Real Decreto 1588/1999, de 15 de octubre, el Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre, y el Real Decreto 764/2010, de 11 de junio, por el que se desarrolla la Ley 26/2006, de 17 de julio, de mediación de seguros y reaseguros privados en materia de información estadístico-contable y del negocio, y de competencia profesional.

³¹⁷ El contenido mínimo de la declaración comprensiva de los principios de la política de inversión del fondo de pensiones se recoge en el art. 69.4 RFPF. En el caso de fondos de pensiones de empleo, también se tendrá que incluir en la declaración información relativa a riesgo extra-financieros.

atribuidos a la comisión de control. La comisión de control, siempre que lo estime conveniente, podrá delegar en la gestora las funciones relativas a los derechos derivados de las inversiones y el ejercicio de los derechos políticos inherentes a los activos de su cartera.³¹⁸

A diferencia de lo que ocurre respecto a las IICs, en este caso no existen supuestos en los que se deba ejercer el derecho de voto de forma obligatoria, ya que de la mera atribución genérica de funciones no se puede extraer que se deba ejercer los derechos políticos asociados a los valores que figuran en sus cartera de inversión del fondo con carácter obligatorio.³¹⁹

6.2.6.- El régimen jurídico de los fondos de pensiones en los Estados Unidos

Al igual que hicimos respecto a las IICs, hemos considerado conveniente incluir una breve referencia a la regulación de esta materia en el Derecho estadounidense. En este caso esta alusión estará aún más justificada por el hecho de que los fondos de inversión de carácter público fueron unos de los principales motores de lo que se conoce como el movimiento de activismo accionarial de los inversores institucionales.³²⁰

Asimismo, como iremos exponiendo a lo largo de esta tesis, existe una tendencia a buscar una cierta unificación entre la normativa europea y la estadounidense, principalmente para facilitar la inversión transfronteriza entre ambas economías, especialmente en materia de Derecho privado.

Creemos necesario, en primer lugar, precisar aquí el concepto de fondos de pensiones públicos y privados en los Estados Unidos y, en especial, respecto de lo que se conoce como fondos de pensiones públicos respecto del sistema público de previsión social. La principal diferencia entre ellos radica en el tipo de promotor de los planes de pensiones que los integran. Así podemos afirmar que los fondos de pensiones públicos son aquellos promovidos por entidades de carácter federal estatal, o local, con el objetivo

³¹⁸ PIESCHACÓN VELASCO, C., *La Ley de Planes...*, cit., pág. 92 y 99; TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho de seguros...*, cit., pág. 322.

³¹⁹ ALONSO UREBA, A.; RONCERO SÁNCHEZ, A., “IIC, buen gobierno...”, cit., pág. 205.

³²⁰ Volveremos sobre esa cuestión cuando realicemos posteriormente un análisis histórico sobre el activismo accionarial en el capítulo III.

cubrir las prestaciones de sus empleados.³²¹ Los planes de pensiones públicos suelen ser planes de pensiones de prestación definida y no están regulados por la *Employee Retirement Income Security Act* (en adelante, ERISA) que fue promulgada en 1974,³²² sino por normas habitualmente de carácter estatal específicas para esos planes de pensiones.³²³ No hay que confundir estos fondos de pensiones públicos con nuestro sistema de la Seguridad Social, pues en este caso, respecto de los fondos de pensiones públicos de los que hablamos, no se trata de una herramienta del Estado de Bienestar, sino simplemente la herramienta que utilizan los entes públicos en beneficio de sus empleados.

Por otro lado, tenemos los fondos de pensiones privados que son promovidos por las propias empresas o asociaciones sindicales con el objetivo de aportar un beneficio a sus empleados. Dentro de ellos podemos distinguir a su vez los fondos de pensiones corporativos, promovido por una empresa a favor de sus trabajadores; o los fondos de pensiones sindicales (*union funds*) que serán aquellos promovidos por un sindicato individualmente o por un sindicato junto al conjunto de empresas de un sector industrial.³²⁴ Los planes de pensiones privados, ya sean los corporativos o los sindicales, están regulados por la ERISA.

La citada ley establece los requisitos y criterios para la financiación de estos planes de pensiones y la inversión de los activos del plan. Entre los deberes fiduciarios generales establecidos por ERISA se encuentra la diversificación de la cartera de inversión y, a la hora de elegir los activos en los que invertir, el hecho de que debe prevalecer el interés de los partícipes y beneficiarios.³²⁵

³²¹ Entre ellos destaca el California Public Employees Retirement System (CalPERS), el fondo de los empleados públicos de California cuyos activos alcanzaron la cifra de 326 mil cuatrocientos millones de dólares en el año fiscal 2016/2017 (<https://www.calpers.ca.gov/docs/forms-publications/calpers-at-a-glance.pdf>).

³²² PIESCHACÓN VELASCO, C., *La Ley de Planes...*, cit., pág. 23.

³²³ RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., pág. 22. El autor destaca que al tratarse generalmente plan de pensiones de prestación definida si en algún momento el plan se encuentra sin fondos, el Estado o la entidad local será la responsable de cubrir la falta de fondos.

³²⁴ TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 94.

³²⁵ RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., págs. 20-21.

Las aportaciones a los fondos de pensiones son deducibles fiscalmente y las ganancias que se produzcan en el plan suelen estar exentas de tributación. Únicamente se tributarán las retiradas de fondos en ciertos supuestos.³²⁶ Como vemos, no se aleja de los principios generales de nuestro propio sistema tributario respecto a estos productos.

No obstante, la gestión de los fondos de pensiones, a diferencia del Derecho español, puede llevarse a cabo a través de la figura de la fiducia (*trust*). Los fiduciarios del fondo realizarían las funciones de la comisión de control y de la sociedad gestora del fondo. Aunque también pueden optar, como en el caso español, por una gestión externa del fondo, delegándola en sociedades gestoras de activos, entidades de crédito o entidades aseguradoras.³²⁷

Respecto a la actividad de gestión propiamente dicha, los fondos de pensiones públicos estadounidenses suelen destacar por ser mucho más activos que los privados.³²⁸ Entre los fondos más activos destacan el ya mencionado CalPERS, el fondos de pensiones de los empleados públicos del estado de California; CalSTRS, el fondos de pensiones de los profesores del sistema educativo público también del estado de California;³²⁹ SWIB (*State of Wisconsin Investment Board*), organismo encargado de gestionar los diferentes

³²⁶ RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., págs. 19-27.

³²⁷ TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 96.

³²⁸ WAHAL, S., “Pension Fund Activism and Firm Performance”, *J. Fin. Quant. Anal.*, 31, 1, 1996, págs. 1-23, pág. 20 señala que los grandes fondos de pensiones públicos más suelen vincularse con un activismo accionarial más enérgico.

También puede consultarse el trabajo de DEL GUERCIO, D.; HAWKINS, J., “The motivation and impact of pension fund activism”, *J. Fin. Econ.*, 52, 3, 1999, págs. 293-340, págs. 335-336. Por su parte, estos autores se encargan de estudiar las principales diferencias entre las motivaciones que lleva a los fondos de pensiones públicos a ser más o menos activos accionarialmente, a elegir que tácticas utilizar y cuáles serán sus principales estrategias de inversión.

Finalmente, destaca el trabajo de ROMANO, R., “Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered”, *Colum. L. Rev.*, 93, 4, 1993, págs. 795-853, págs. 823, 829, 839 y 851-853 en el que estudia cincuenta fondos de pensiones públicos afirmando que las principales diferencias que les lleva a ser más o menos activos se encuentran por las diferentes legislaciones habilitantes, la composición de sus órganos de gobierno y su estructura; y por sus políticas y estrategias de inversión. La Prof.^a ROMANO concluye que considera que este tipo de fondos de pensiones tienden a estar en cierta medida politizados por cuando están principalmente controlados por entes administrativos lo cual afecta tanto a la filosofía de inversión como a las rentabilidades de sus carteras.

³²⁹ A 31 de agosto de 2018, el citado fondo de pensiones tenía una cartera de inversión valorada en 227 mil millones de dólares, de los cuales, un 8% representa renta variables (v. <https://www.calstrs.com/current-investment-portfolio>).

fondos de pensiones públicos del estado de Wisconsin;³³⁰ y el NYCERS, el fondos de pensiones de los empleados públicos de la ciudad de Nueva York.³³¹

Los fondos de pensiones privados, habitualmente controlados por la sociedad o el sindicato que los ha promovido, tradicionalmente no solían realizar tantas actuaciones de activismo accionarial como los de carácter público.³³² Por este motivo, el Departamento de Trabajo, encargado de aplicar la Ley ERISA, publicó una serie de *Letters* [las conocidas *Avon Letter* (1988) y *Monks Letter* (1990)] las cuales pueden interpretarse como un requerimiento para que los fondos de pensiones realizaran efectivamente tareas de control en las sociedades participadas, especialmente con referencia al ejercicio de los derechos de voto, como parte de sus deberes fiduciarios.³³³

Asimismo destaca que, con el tiempo, los fondos de pensiones privados de carácter sindical comenzaron a ser más activos respecto a sus inversiones, sobrepasando incluso el nivel de activismo de los fondos de pensiones públicos.³³⁴ El motivo que suele esgrimirse para justificar por qué los fondos de pensiones de origen sindical tienden a ser más activos que los empresariales es la circunstancia de que, mientras que los fondos de pensiones privados están controlados por administradores de la sociedad promotora, administradores que en muchas ocasiones actuarán protegiendo el ejercicio de los administradores de las sociedades invertidas; los fondos de pensiones sindicales suelen estar controlados por los propios sindicatos sin que tengan ninguna especial relación con los administradores que gestionan las sociedades en las que invierten. Además, los gestores de los fondos de pensiones sindicales acaban tratando los temas de gobierno

³³⁰ Este fondo de pensiones, a 31 de diciembre de 2017 gestionaba 117 mil millones de dólares en 2017, tal y como se recoge en su página web <http://www.swib.state.wi.us/>.

³³¹ Fondo de pensiones gestionado por un *Board of Trustees*, que a fecha de 30 de junio de 2017 gestionaba un total de 60 millones de dólares, según su *Comprehensive Annual Financial Report* de 2017 (https://www.nycers.org/sites/main/files/file-attachments/cafr2017_web.pdf).

³³² RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., pág. 21.

³³³ KOPPES, R. H.; REILLY, M. L., “An Ounce of Prevention: Meeting the Fiduciary Duty to Monitor an Index Fund through Relationship Investing”, *J. Corp. L.*, 20, 3, 1995, págs. 413-450, pág. 430. Sin embargo, las buenas intenciones de estas “cartas” realmente en pocas ocasiones se llegaron a implementar en su totalidad, como bien recoge MCRITCHIE, J., “Universal elements and democratic governance”, *Corp. B.*, 20, 116, 1999, págs. 13-18, pág. 16.

³³⁴ AGRAWAL, A. K., “Corporate Governance Objectives of Labor Union Shareholders: Evidence from Proxy Voting”, *Rev. Fin. Stud.*, 25, 1, 2012, págs. 187-226, págs. 219-221; GORANOVA, M.; RYAN, L. V., “Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review”, *JM*, 40, 5, 2014, págs. 1230-1268, pág. 1234.

corporativo como si fueran cuestiones sindicales y, por tanto, defienden en especial aquellas propuestas que benefician a los trabajadores. Debido a que los trabajadores tienen el carácter de partícipes del fondo de pensiones, los sindicatos, como gestores del fondo ejercerán de forma más diligente sus deberes fiduciarios en pos de mejorar las condiciones económicas de los trabajadores.³³⁵

6.3.- Las entidades de crédito

Pasamos a estudiar el tercer tipo clásico de inversor institucional, las entidades de crédito. En virtud del art. 1 de la LOSSEC se define a las entidades de crédito como aquellas entidades “*autorizadas cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia*”,³³⁶ incluyéndose entre ellas a los bancos, las cajas de ahorros, las cooperativas de crédito y el Instituto de Crédito Oficial.³³⁷ En otras palabras, por entidad de crédito entendemos a toda empresa que tiene como actividad comercial habitual la recepción de fondos del público y su aplicación por cuenta propia vía concesión de créditos. No podrá considerarse entidad de crédito a aquellas empresas que únicamente captan fondos del público sin invertirlos posteriormente en operaciones activas, así como aquellas entidades que conceden créditos sin haber recibido fondos a través de operaciones pasivas,³³⁸ actividad que actualmente realizan los llamados establecimientos financieros de crédito.³³⁹

³³⁵ SCHWAB, S. J.; THOMAS, R. S., “Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions”, *Mich. L. Rev.*, 96, 4, 1998, págs. 1018–1094.

³³⁶ En el Derecho español las entidades de crédito están esencialmente reguladas en la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (en adelante, LOSSEC). Esta Ley está desarrollada por el Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (en adelante, RD 84/2015).

³³⁷ El Instituto de Crédito Oficial a pesar de tener la consideración de entidad de crédito, será objeto de una normativa específica en virtud de la Disposición Adicional octava de la LOSSEC, por la cual se regula como un banco público, diferenciándose del resto de entidades de crédito, ad.ex. ya que no captará fondos del público, sino que su principal función será promover actividades económicas que contribuyan al crecimiento, es decir, prestar crédito. Es por ello por lo que a pesar de su consideración como entidad de crédito, a efectos de esta tesis no se incluirá en nuestro análisis como inversor institucional.

³³⁸ Sobre el concepto de entidad de crédito, SANTOS MARTÍNEZ, V., *El contrato bancario: concepto funcional*, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales - Universidad de Bilbao, Bilbao, 1972, págs. 207-211.

³³⁹ El régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito está recogido en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, quedando definidos en su art. 6. Entre las diversas actividades que pueden desarrollar estas entidades destaca la “*concesión de préstamos y créditos*,”

De entre el conjunto de entidades de crédito, serán los bancos los que mayor presencia tendrán dentro del accionariado de las sociedades cotizadas, especialmente tras el proceso de reestructuración bancaria vivía en los últimos años.³⁴⁰ Los bancos adoptan una forma jurídica especial de sociedad anónima, por lo que estarán sujetos no solo a la normativa sectorial sino también a la regulación de este tipo de sociedades.³⁴¹

Sin embargo, la participación directa de las entidades de crédito como accionistas de las sociedades cotizadas es cada vez menor.³⁴² Aun así, su presencia (incluyendo la

incluyendo crédito al consumo, crédito hipotecario y financiación de transacciones comerciales” (art. 6.1.a Ley 5/2015) y la limitación por la que dichos establecimientos “no podrán captar fondos reembolsables del público. No obstante, la captación de fondos reembolsables mediante emisión de valores sujeta al TRLMV, y sus normas de desarrollo, podrá efectuarse con sujeción a los requisitos y limitaciones que para estos establecimientos se establezcan específicamente.” (art. 6.4 Ley 5/2015).

³⁴⁰ Durante este proceso, muchas de las cajas de ahorro se transformaron en bancos a través de diversos procesos de fusión, absorción o directamente transformación en ese tipo de entidad bancaria. Sobre este proceso, v. GUTIÉRREZ FERNÁNDEZ, M.; FERNÁNDEZ TORRES, Y.; PALOMO ZURDO, R., “De la transformación a la bancarización de las cajas de ahorros españolas: Un análisis de los resultados perseguidos.”, *RECoop*, 122, 2016, págs. 1-24, pág. 20.

³⁴¹ En virtud del art. 3 RD 84/2015. Para su constitución, será necesaria una autorización del Banco Central Europeo, a propuesta del Banco de España; así como de un informe del Servicio Ejecutivo de la Comisión del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias, de la CNMV y de la DGSFP. Su capital debe estar íntegramente desembolsado en efectivo y representado por acciones nominativas, además su cifra inicial no podrá ser inferior a dieciocho millones de euros (art. 4 RD 84/2015), quedando inscrita tras su constitución en el Registro de entidades de crédito, cuya llevanza está encargada al Banco de España. Su órgano de administración tomará en todo caso la forma de consejo de administración y deberá contar con al menos cinco consejeros (art. 4.f RD 84/2015).

³⁴² Las entidades de crédito marcaron un mínimo histórico de propiedad de acciones cotizadas en 2016. Según el informe de BME de ese año su participación era del 3%, seis décimas menos que en 2015. Es especialmente reseñable la evolución producida desde 1992 cuando tenían un 15,6%, más de cinco veces la participación actual, v. BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), *Propiedad de acciones españolas cotizadas de 2016*, cit., pág. 3.

Entendemos que entre las causas que han llevado a esta considerable reducción de la presencia de las entidades bancarias en el mercado de valores encontramos, por un lado el proceso de desbancarización que ha llevado a cabo el legislador europeo y nacional buscando fomentar otras formas de financiación de las grandes sociedades al que ya hemos hecho referencia al inicio de nuestra exposición y, por el otro lado, el establecimiento de mayores límites y requisitos respecto a la inversión en mercado de valores por parte de estas entidades.

En concreto, a raíz del acuerdo de Basilea III (v. nota 352) y tal y como este quedó incluido en el Reglamento 575/2013, se ha tratado de conseguir que los bancos se centraran en su objeto de negocio clásico: captar fondos del público y prestar fondos. De forma que se redujera su participación en otro tipo de actividades como puede ser la inversión en el mercado de valores, pero también la inversión a medio/largo plazo en empresas en general vía participación societaria o el exceso de inversión en el sector inmobiliario. Esto no se ha planteado por medio de una prohibición como hizo en su momento la *Glass-Steagall Act* de 1933, sino que se ha optado por penalizar este tipo de actividades de forma que, ad.ex., en el art. 36.1.k del Reglamento 575/2013 se establecen unas reglas de contabilidad para este tipo de

indirecta) es elevada debido, por un lado, a que las entidades de crédito controlan la dirección de las entidades de inversión colectiva y fondos de pensiones, incluso muchas de las entidades aseguradoras a través de los conglomerados financieros que constituyen.³⁴³ Y también debido a que, por otro lado, como hemos indicado en el epígrafe sobre la clasificación de los inversores institucionales, las entidades de crédito también serán institucionales de segundo nivel por cuanto presten servicios de intermediación financiera y gestionen los derechos de voto de sus clientes.³⁴⁴

6.3.1.- Notas históricas sobre el régimen jurídico de las entidades de crédito

Para poder entender el funcionamiento de las entidades de crédito primeramente deberíamos introducir unas notas sobre las últimas reformas. Así, en primer lugar, en relación a los Estados Unidos, hay que destacar la derogación de la *Glass-Steagall Act* de 1933 en el año 1999. Con anterioridad los bancos estadounidenses se dividían entre bancos comerciales y de inversión.³⁴⁵ En virtud de esta norma, la banca comercial no

negociación por el cual se exige como contrapartida unos fondos propios con una ponderación de riesgos más elevada, en concreto de un 1.250% sobre participaciones cualificadas fuera del sector financiero (sobre las cuales se desarrolla con más detalle en los arts. 89 y ss. de este Reglamento).

Esto quiere decir que, por cada euro invertido en una sociedad no financiera en la que la entidad bancaria tenga más de un 10% de participación (el art.4.1.36 del Reglamento 575/2013 define participación cualificada), la entidad deberá tener como contrapartida 1.250 euros de fondos propios, limitándose por tanto de forma considerable la capacidad de tener participaciones cualificadas en entidades que no formen parte de su conglomerado financiero. En concreto sobre este cálculo, v. RAMIREZ, J., *Handbook of Basel III Capital*, Wiley, Chichester (United Kingdom), 2017, pág. 393.

En general, sobre las restricciones a la actividad de financiación impuestas por Basilea III, se puede consultar, entre otros, GUTIÉRREZ FERNÁNDEZ, M. Y OTROS, “De la transformación...”, cit., pág. 4, así como de forma más específica sobre la actividad de los *prime brokers*, PALÁ LAGUNA, R., “Los intermediarios principales...”, cit., pág. 38 y ss.

³⁴³ Sobre las entidades de crédito como operadores de banca-seguros o su intervención en planes de pensiones y fondos de pensiones, v. DÍAZ LLAVONA, C., *Distribución de seguros por entidades de crédito: los operadores de banca-seguros*, Civitas, Madrid, 2015; GONZÁLEZ CASTILLA, F., “El agente de seguros y el operador de banca-seguros”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley de Mediación de Seguros y Reaseguros Privados*, V. Cuñat Edo, J. Bataller Garu, (coords.), Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2007, págs. 135-194. Así también lo señala TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 295.

³⁴⁴ TAPIA HERMIDA, A. J., “Institutional Investors and Corporate...”, cit., pág. 401.

³⁴⁵ DE CARLOS BERTRÁN, L., *Regimen jurídico de...*, cit., págs. 143-145.

podía realizar inversiones en acciones, ni directamente ni indirectamente a través de filiales o entidades controladas por ellos dentro de su grupo.³⁴⁶

Tras la derogación de la *Glass-Steagall Act* en 1999, desaparecieron en cierta medida las líneas divisorias entre la banca de inversión y la banca comercial, permitiendo que estos últimos pudieran emitir y negociar acciones y deuda.³⁴⁷ Posteriormente, con la crisis financiera que se inició en 2008 tras la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, se elevó la situación de incertidumbre respecto a la actividad de las entidades de crédito.³⁴⁸

Tanto en los Estados Unidos,³⁴⁹ como en el entorno europeo, la crisis financiera también supuso un aumento de la regulación bancaria que venimos viendo hasta el día de hoy.³⁵⁰ El legislador europeo, y en cierta medida el estadounidense, consideraron que la deficiente regulación financiera había sido una de las causantes de la crisis del sector bancario. Entre algunas de las medidas que se aprobaron para dar una solución a este problema, destaca una especialmente, que nos recuerda a la tradicional separación de la

³⁴⁶ Realmente existían algunas excepciones. Por un lado se permitía a un grupo bancario poseer no más de un 5% de participaciones en una sociedad no bancaria en virtud de la Ley sobre grupos bancarios de 1956. Por otro lado, los bancos comerciales, a través de sus departamentos fiduciarios realizaban actividades propias de un inversor institucional, llegando a tener hasta el 19% de los activos de una sociedad siempre que se garantizara la independencia de esta actividad respecto a la banca comercial, mediante lo que comúnmente se conocen como “murallas chinas”. V. TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 98-99. Sobre la evolución regulatoria bancaria estadounidense desde los inicios del siglo XX, v. GILLAN, S. L.; STARKS, L. T., “The evolution of shareholder...”, cit., pág. 58.

³⁴⁷ MINSKY, H. P., “La Reforma de la Banca...”, cit., págs. 277-278. Sobre el proceso de desregularización bancaria v. también CHEFFINS, B. R., “The Corporate Governance Movement, Banks and the Financial Crisis”, *Theor. Inq. L.*, 16, 1, 2015, págs. 1-44, págs. 19-23.

³⁴⁸ En este contexto, las entidades de crédito rápidamente contrajeron el acceso al crédito, y no solo en los Estados Unidos, sino que la mayoría de las economías sufrieron esta contracción. Lo que hizo necesario el establecimiento de normas que mejoraran estas condiciones. V. GONZÁLEZ MARTÍNEZ, C. I.; MARQUÉS SEVILLANO, J. M., “La transformación de la actividad de intermediación bancaria en Estados Unidos y Reino Unido: Evolución reciente del crédito bancario y perspectivas”, *PEE*, 146, 2015, págs. 68-77, pág. 69.

³⁴⁹ CHEFFINS, B. R., “The Corporate Governance...”, cit., pág. 3, 18 y ss.

³⁵⁰ UGENA TORREJÓN, R., “El nuevo marco general de actuación del sector bancario”, en AA.VV., *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: Reformas pendientes y andantes*, C. Alonso Ledesma, (dir.), I. Fernández Torres, M.S. Navarro Lerida, R. Palá Laguna, (coords.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, págs. 35-59.

Glass-Steagall Act, es decir, a la separación entre las actividades de banca comercial y las actividades de inversión, nos referimos a la *Volcker Rule*.³⁵¹

6.3.2.- El régimen jurídico de las entidades de crédito

La regulación bancaria es especialmente prolija respecto a su organización, supervisión y control, justificado en la medida que muchas de las entidades de crédito pueden considerarse *too big too fail* al estar vinculadas a altos riesgos sistémicos. No obstante, teniendo en cuenta el objeto de estudio de esta tesis, nos centraremos únicamente en aquellas normas que se refieran a la actividad inversora de las entidades de crédito, especialmente en las sociedades cotizadas.

A nivel internacional queremos reseñar que la regulación bancaria ha sido armonizada a través de los diversos acuerdos alcanzados en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, siendo el acuerdo de 2010, Basilea III,³⁵² el último de ellos aprobado. Este acuerdo tenía como objetivo reforzar la regulación, la supervisión y la gestión de los bancos y del conjunto de sistemas bancarios. Estos principios no tienen carácter vinculante sino que para su plena efectividad deben integrarse en las normas de los diferentes ordenamientos nacionales o, en nuestro caso, también de la Unión Europea.³⁵³

³⁵¹ En los Estados Unidos la *Volcker Rule*, introducida en la *Dodd-Frank Act* de 2012, es considerada por todos una suerte de vuelta a la regulación de 1933 de la *Glass-Steagall Act*. V. FERNÁNDEZ TORRES, I., “Reformas financieras estructurales: Volcker rule, ¿oportunidad o conveniencia?”, en AA.VV., *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: Reformas pendientes y andantes*, C. Alonso Ledesma, (dir.), I. Fernández Torres, M.S. Navarro Lerida, R. Palá Laguna, (coords.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, págs. 127-154, págs. 131-139.

A nivel europeo fue el informe Liikanen el que puso en duda el tradicional sistema de banca universal (HIGH-LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Liikanen Report - Report of the European Commission's High-level Expert Group on Bank Structural Reform*, 2 de octubre de 2012, consultado el 14 de abril de 2018 en https://ec.europa.eu/info/publications/liikanen-report_en). El informe Liikanen son un conjunto de recomendaciones realizadas por un grupo de expertos de alto nivel de la Comisión europea sobre la reforma estructural del sector bancario de la UE dirigidos por Erkki Liikanen y que fue publicado en octubre de 2012. Entre las principales consecuencias de este informe destaca la creación de la Autoridad Bancaria Europea en octubre de 2013. En este informe no se optó, como en la *Volcker rule*, por un sistema de prohibición, sino por uno de separación (FERNÁNDEZ TORRES, I., “Reformas financieras...”, cit., págs. 142-149).

³⁵² Basilea III, sobre la que ya hemos hecho referencia en la nota 342 anterior, es el “Marco regulador internacional para reforzar los bancos y sistemas bancarios” que fue aprobado diciembre de 2010 el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea como respuesta a la crisis financiera de 2008. Puede consultarse en https://www.bis.org/bcbs/basel3_es.htm.

³⁵³ La Unión Europea incluyó estos acuerdos en el mencionado Reglamento 575/2013. Sobre esta regulación v. ARMOUR, J., “Bank Governance”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and*

De forma similar ha querido actuar el legislador europeo incluyendo una serie de normas sobre requisitos prudenciales y transparencia de la actividad de las entidades de crédito.³⁵⁴ Mientras que en nuestro ordenamiento, esta materia estará regulada por las mencionadas LOSSEC y por el RD 84/2015, así como por las correspondientes Órdenes del Ministerio de Economía y Circulares del Banco de España.

6.3.3.- La actuación de las entidades de crédito como inversores en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación

Respecto al ejercicio inversor de las entidades de crédito, ya hemos hecho referencia anteriormente que en España estas entidades tienen un campo de actuación muy amplio donde no solo actúan por cuenta propia, manejando su propia cartera de inversión con activos entre los que se encuentran acciones de las sociedades cotizadas (lo que tradicionalmente se conoce como cartera industrial), sino que también pueden actuar vía su participación accionarial indirecta a través de su control de entidades de inversión colectiva, fondos de pensiones o entidades aseguradoras, en ambos supuestos debido a su consideración como accionistas mayoritarios de sus sociedades gestoras.³⁵⁵ En un segundo nivel, las entidades de crédito, también podrían llegar a ejercer su influencia en las juntas generales de las sociedades cotizadas a través de las delegaciones de voto que reciben de los titulares de las acciones depositadas en sus registros fruto de su actividad como entidades depositarias, si bien este ejercicio cada vez está más limitado, debido a los más

Governance, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 1108-1127, págs. 1116-1117; y entre nosotros, entre otros, SANTILLÁN, I.; MARTÍNEZ-PARDO, R., “La regulación en los mercados de valores y su especificidad”, en AA.VV., *La regulación financiera ¿solución o problema?*, J. Pérez Fernández (dir), Fundación de Estudios Financieros, Madrid, 2015, págs. 125-135, pág. 134).

Estas normas a su vez fueron transpuestas a nuestro ordenamiento a través del RD-Ley 14/2013, de 29 de noviembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de supervisión y solvencia de entidades financieras, así como posteriormente en la propia LOSSEC (tal y como se desprende del Preámbulo de dicha norma en su apartado 1º).

³⁵⁴ Entre otras normas europeas podemos señalar: el Reglamento (UE) nº 2015/2365 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre transparencia de las operaciones de financiación de valores y de reutilización y por el que se modifica el Reglamento (UE) no 648/2012; Reglamento Delegado (UE) nº 1151/2014 de la Comisión, de 4 de junio de 2014 por el que se completa la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la normas técnicas de regulación relativas a la información que se ha de notificar a la hora de ejercer el derecho de establecimiento y la libre prestación de servicios; el Reglamento (UE) nº 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito; así como el Reglamento 575/2013 y la Directiva 2013/36/UE a los que hemos referencia al hablar de Basilea III.

³⁵⁵ TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 295 y 302.

que posibles conflictos de interés que pueden surgir, tal y como expondremos en el capítulo III de esta tesis.³⁵⁶

De lo expuesto podemos afirmar que las entidades de crédito podrán ser inversores institucionales de primer y segundo nivel. Serán de primer nivel en aquellos supuestos en los que gestionan los derechos inherentes a las acciones que obran en su propia cartera de inversión (directa o indirectamente a través del control de otro inversor institucional). Mientras que podremos considerarlas inversores institucionales de segundo nivel cuando gestionen los derechos de las acciones titularidad de terceros.

La forma en la que lleve a cabo el ejercicio de estos derechos también será distinta en cada supuesto. Así pues, en el primer caso, aunque deberá cumplir una serie de obligaciones relativas a inversiones y recursos propios especialmente contenidas en la legislación europea (a la que nos referiremos a continuación respecto a los criterios de inversión), así como tener en cuenta que los beneficiarios finales son sus propios clientes, a los que debe garantizar el cumplimiento de las obligaciones contraídas a raíz de sus depósitos, o los clientes de los fondos de pensiones, entidades de inversión colectiva o entidades aseguradoras promovidos por ellas o bajo su control; realmente tendrá un margen de actuación bastante más amplio que otros inversores institucionales. Sin embargo, cuando actúe como inversor institucional de segundo nivel, deberá preservar los intereses del titular real de las acciones y, en caso de recibir instrucciones, estará obligado a seguirlas.³⁵⁷

Por todo esto, no es extraño encontrar a entidades de crédito como accionistas significativos en sociedades cotizadas, al ser titulares de una participación significativa o incluso de control en algunas cotizadas, llegando puntualmente a tener presencia en el consejo de administración (v. nota 30 *supra*). Teniendo en cuenta que los diversos orígenes de sus participaciones y el tradicional alto nivel de bancarización de las

³⁵⁶ TAPIA HERMIDA, A. J., “Institutional Investors and Corporate...”, cit., pág. 401.

³⁵⁷ Sobre esta pluralidad de posiciones que puede adoptar una entidad de crédito respecto al accionariado de la entidad emisora de las acciones cotizadas, v. QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., págs. 31-32.

sociedades españolas, no debe sorprendernos que sea habitual que las entidades de crédito deban analizar si se encuentran en situaciones de conflicto de intereses.³⁵⁸

A) Criterios de inversión aplicables a las entidades de crédito

A pesar de que las entidades de crédito pueden adquirir o alcanzar una participación significativa en las cotizadas, la regulación les exige que sus inversiones estén diversificadas.³⁵⁹ Es por ello por lo que debemos estar al régimen jurídico relativo a las carteras de negociación y de inversión de entidades de crédito y, en especial, al cálculo del valor de exposición y la aplicación de la diligencia debida a la hora de formar sus carteras y los riesgos derivados.³⁶⁰ Además, las entidades de crédito tienen limitada la participación en entidades que no formen parte del sector financiero a un máximo del 15% del capital de la participada.³⁶¹

³⁵⁸ Es por ello por lo que la tendencia legislativa se centra en incrementar la regulación en pos de una mejor identificación de los verdaderos accionistas ante la sociedad emisora, la transparencia en el ejercicio de voto u otros derechos inherentes a las acciones, así como un eficiente tratamiento de las situaciones de conflicto de intereses y operaciones vinculadas. QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 32.

³⁵⁹ El establecimiento de procesos y controles del riesgo, incluida la gestión de la cartera de renta variable, se introducen a través del art. 187 del Reglamento 575/2013 (al que ya nos hemos referido anteriormente). Las autoridades competentes en materia de supervisión bancaria, además de revisar los riesgos de crédito, mercado y operativo, entre otros aspectos deberán analizar también la incidencia de los efectos de diversificación y el modo en que estos se tienen en cuenta en el sistema de evaluación del riesgo, en virtud del art. 98 de la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE, a la que ya hemos hecho referencia anteriormente.

Por último, respecto a nuestro ordenamiento, se indica que las entidades de crédito deben establecer una serie de sistemas, procedimientos y mecanismos de gestión de riesgos que garanticen su solvencia, en virtud de lo dispuesto en los arts. 43 y ss. del RD 84/2015.

³⁶⁰ La definición de cartera de negociación se recoge en el art. 4.1.86 del Reglamento 575/2013 y sus elementos se concretan en el art. 299 del mencionado Reglamento. El cálculo del valor de exposición, incluidas las exposiciones a través de la cartera de negociación y de inversión se encuentra en el art. 390 del Reglamento 575/2013, mientras que la regulación de la diligencia debida se encuentra en el art. 406 del mismo.

³⁶¹ Tal y como se describe en el art. 89 a 91 del Reglamento 575/2013. Asimismo, la definición de participación cualificada está recogida en el art. 4.1.36 de la misma norma, como “*una participación directa o indirecta en una empresa que represente el 10% o más del capital o de los derechos de voto o que permita ejercer una influencia notable en la gestión de dicha empresa*”.

Cabe señalar también que en el Informe Liikanen, al tratar la cuestión de la actividad de negociación por cuenta propia de las entidades de crédito, se incluyó una recomendación por la que se debía separar la banca comercial del resto de actividades tras superar un primer umbral de un 15 a un 25% de la cartera de

Asimismo, a la hora de definir sus carteras de inversión y la utilización de sus recursos propios, las entidades de crédito también deberán aplicar una serie de medidas de supervisión prudencial respecto a sus fondos propios, tal y como quedan recogidas en el art. 92.1 del Reglamento 575/2013 y, de forma más general, en los arts. 68 y 69 de la LOSSEC, en los que ciertas operaciones con mayor riesgo serán penalizadas.³⁶²

B) El ejercicio de los derechos de voto

Respecto al ejercicio de los derechos políticos inherentes a las acciones integradas en la cartera de inversiones de la entidad de crédito, será el consejo de administración quien lo realizará de conformidad con los criterios de diligencia exigibles.³⁶³ Respecto al ejercicio de estos derechos cuando la entidad de crédito actúe como inversor institucional de segundo nivel nos remitimos a la regulación del acuerdo contractual con su cliente y al régimen de la representación y delegación del derecho de voto contenido en los arts. 522 y especialmente al 524 de la LSC.

En nuestra opinión, el aspecto más importante del ejercicio del derecho de voto por parte de las entidades de crédito será el control de posibles conflictos de intereses debido a las diferentes condiciones en las que actúa (como accionista de su propia cartera, como gestor o promotor de fondos de pensiones o de inversión, como administrador de la cartera de sus clientes o como representante de los titulares reales de las acciones, entre otros).³⁶⁴

negociación sobre el total de activos o de 100.000 millones de euros. Esta cifra habría supuesto la separación de la gran parte de los grupos bancarios españoles tal y como señala FERNÁNDEZ TORRES, I., “Reformas financieras...”, cit., pág. 134.

Finalmente el Parlamento europeo parece haber adoptado una regla similar a la incluida en la *Volcker Rule*, no obligando a separar de la matriz todas las actividades de negociación o, como alternativa, que se permitan este tipo de inversión vía autorización administrativa, en su Propuesta de Reglamento sobre medidas estructurales para aumentar la resiliencia de las entidades de crédito de la UE. La propuesta puede consultarse en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/es/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014PC0043&from=EN>.

³⁶² Por otro lado, los grandes riesgos y su limitación quedan establecidos en los arts. 395 a 401 del Reglamento 575/2013.

³⁶³ TAPIA HERMIDA, A. J., “Concepto y tipología...”, cit., pág. 63.

³⁶⁴ TRÍAS SAGNIER, M., “Inversores Institucionales, OPAs...”, cit., pág. 330. En este punto es especialmente importante destacar el trabajo de CHOI, S. J.; FISCH, J. E.; KAHAN, M., “Voting Through Agents: How Mutual Funds Vote on Director Elections”, *University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics Research Paper*, No. 11-28, 2011, págs. 1-63, pág. 24 y ss, consultado el 25 de octubre de 2015 en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1912772. En este trabajo los autores indican que no han encontrado evidencias empíricas para afirmar que aquellos fondos controlados por entidades de crédito

Por ello, será de especial importancia la votación separada de asuntos, de forma que no se voten cuestiones distintas conjuntamente con el objetivo de conseguir un mayor número de votos favorables (art. 197 *bis* LSC);³⁶⁵ así como la posibilidad de emitir el voto fraccionado o voto divergente, es decir, poder separar los votos emitidos según el sentido de voto de las diversas personas representadas ya que es probable que en ocasiones no coincida el sentido de su voto como titular de las acciones con el que ejerce, por delegación en nombre de sus clientes o representados (art. 524 de LSC).³⁶⁶

6.3.4.- Régimen estadounidense del ejercicio de voto

Los bancos estadounidenses también pueden ejercitar el derecho a voto en dos condiciones: como titulares de los derechos de voto inherentes a las acciones de su propiedad y por delegación respecto a las acciones incluidas en los patrimonios de los *trusts* que administren fiduciariamente.³⁶⁷ Hasta la derogación de la *Glass-Steagall Act* en el año 1999, los bancos estadounidenses tenían limitado el porcentaje de participación que podían tener respecto de las cotizadas. Además, debían establecer “murallas chinas”³⁶⁸ entre sus actividades de inversión y financiación. En la actualidad, medidas de similar calado están recogidas en el ordenamiento estadounidense, pero ya no implica la existencia de dos tipos de bancos sino que lo que se pretende es evitar la generación de

o entidades aseguradoras tiendan a votar de forma distinta a como lo hacen los fondos independientes, o buscando generarse un mayor mercado de su actividad principal (actividad bancaria o aseguradora).

³⁶⁵ En cuanto a la votación separada de asuntos, v. YANES YANES, P., “La votación separada por asuntos”, *RDM*, 299, 2016, págs. 33-80, pág. 53.

³⁶⁶ Sobre la posibilidad de fraccionar el voto, o el también llamado voto divergente, v. PEÑAS MOYANO, M. J., “El voto divergente de la entidad accionista legitimada en la sociedad cotizada”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez, (coord.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 825-846, pág. 828 y ss.; aunque anteriormente ya habían hablado de esta posibilidad, que fue incorporada a la LSC a raíz de la Ley 25/2011, MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., “El voto divergente en las sociedades de capital”, en AA.VV., *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, P. Aleman Laín, F.J. Alonso Espinosa, C. Alonso Ledesma, (dir.), vol. 2, Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 955-968; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La propuesta de generalización del voto divergente”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil (UCM)*, nº 86, 2013, págs. 1-28, consultado el 25 de marzo de 2017 en <https://eprints.ucm.es/25829/>.

³⁶⁷ TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 164.

³⁶⁸ Estas “murallas chinas” consisten en establecer barreras de información dentro de la propia sociedad para evitar que se haya intercambios de información entre diferentes áreas que puedan provocar conflictos de información. V. EDELMAN, P. H.; THOMAS, R. S.; THOMPSON, R. B., “Shareholder voting in an Age of Intermediary Capitalism”, *S. Cal. L. Rev.*, 87, 2014, págs. 1359-1434, pág. 1403.

conflictos de intereses y cumplir con la normativa de abuso de mercado e *insider trading*.³⁶⁹

Asimismo, de forma parecida a supuestos anterior, se establece que el ejercicio del derecho de voto por parte de entidades de crédito también deberá respetar el estándar de un hombre prudente (*Prudent Man Rule*).³⁷⁰

Por último señalar que, como ya hemos anticipado, debido a la crisis financiera el legislador estadounidense reguló unas ciertas restricciones respecto de las actividades de negociación que llevan a cabo la banca de inversión y la banca comercial en los Estados Unidos. La norma que regula actualmente la gestión de las entidades de crédito en referencia a la realización de operaciones comerciales por cuenta propia es la ya mencionada *Volcker Rule* (Sección 619 incluida en la *Dodd-Frank Act* de 2010).³⁷¹ Esta norma incluye la prohibición o separación total de las actividades de inversión por la que los bancos captadores de depósitos cubiertos por el fondo de garantía, salvo contadas excepciones, no podrán realizar operaciones como la compraventa a corto plazo de títulos, derivados o futuros sobre materias primas o prestar apoyo financiero a *hedge funds* o

³⁶⁹ Actualmente estas limitaciones se encuentran recogidas en la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, que si bien no recuperó toda la normativa preexistente en la *Glass-Steagall Act* de 1933 antes de su derogación, sí se inspiró en esta norma para recuperar las “murallas chinas” en el Título V de la *Sarbanes-Oxley Act*. En virtud de esta disposición se deben establecer barreras de comunicación o “murallas chinas” entre los diferentes equipos de analistas de la entidad bancaria que se encarguen de cada inversión de forma que no se comparta información confidencial que pudiera dar lugar a *insider trading* o cualquier otro tipo de transacción ilícita (WHITEHOUSE, M., “Financial Analysts and Their Role in Financial Communication and Investor Relations”, en AA.VV., *The handbook of financial communication and investor relations*, A. V. Laskin, (ed.), Wiley Blackwell, Malden, 2018, págs. 117-126, pág. 120).

Este tipo de barreras o limitaciones no solo se utilizaran en el contexto de las entidades de crédito, sino que también serán habituales en aquellos entornos en los que se manejen valores de diferentes sociedades, en algunos casos competidoras y; en especial, en el ámbito de las consultoras y autorías y en el sector de los *proxy advisors* donde se debe diferenciar claramente los servicios de consultoría sobre el ejercicio de voto que se prestan a los accionistas de aquellos servicios de consultoría en materia de gobierno corporativo que se presta a las entidades emisoras. V. ALLAIRE, Y., “The Troubling Case of Proxy Advisors: Some Policy Recommendations”, *IGOPP*, Policy Paper n° 7, 2013, págs. 1-30, pág. 5; EDELMAN, P. H. Y OTROS, “Shareholder voting in...”, cit., pág. 1404; LI, T., “Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry”, *ECGI Working Paper Series in Finance*, n° 389, 2013, págs. 1-60, pág. 19, consultado el 20 de noviembre de 2017 en <https://papers.ssrn.com/abstract=2287196>.

³⁷⁰ RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., pág. 23. Sobre la historia y aplicación de la *Prudent Man Rule*, por todos, V. GORDON, J. N., “The Puzzling Persistence...”, cit., págs. 52-53.

³⁷¹ Recientemente se ha reducido parte de la regulación de la *Dodd-Frank Act* y la *Volcker Rule*, de forma que estas restricciones ya no aplicarán a las pequeñas y medianas entidades de crédito, tal y como comentaremos en el siguiente capítulo.

entidades de capital-riesgo.³⁷² Mediante esta norma se buscaba limitar que estas entidades pudieran utilizar la protección que les brinda su actividad como entidades de depósito para superar límites admisibles de riesgo, aumentando el riesgo sistémico global.³⁷³

6.4.- Las entidades aseguradoras

Por último nos referimos a las entidades aseguradoras en su papel como inversores institucionales con una cierta incidencia en nuestro mercado de valores.³⁷⁴ Consideramos como entidad aseguradora a aquella “*entidad autorizada para realizar, conforme a lo dispuesto por esta Ley o por la legislación de otro Estado miembro, actividades de seguro directo de vida o de seguro directo distinto del seguro de vida*” en virtud del art. 6.1 de la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras (en adelante, LOSSEAR).³⁷⁵ Esta actividad aseguradora está limitada a aquellas entidades que obtengan una específica autorización administrativa previa, que en el caso de España corresponde otorgar al Ministerio de Economía.³⁷⁶

³⁷² Esta norma también introducirá restricciones a la hora de computar las inversiones respecto a los fondos propios, tal y como ocurre en el ordenamiento europeo. En cuanto a los detalles, provisiones que se deben constituir y forma de contabilizar este tipo de inversiones en valores mobiliarios, v. UGENA TORREJÓN, R., “El nuevo marco...”, cit., pág. 44.

³⁷³ Además de lo expuesto, se puede consultar el trabajo de FERNÁNDEZ TORRES, I., “Reformas financieras...”, cit., págs. 119-121; en el que se incluye una exposición pormenorizada sobre la *Volcker Rule* y las consecuencias que derivan de su aplicación en el mercado estadounidense.

³⁷⁴ La participación en la Bolsa española de las entidades aseguradoras nacionales, así como también de las entidades de inversión colectiva es muy inferior a la que ostentan en otros países. Mientras que la cifra de participación de los inversores institucionales, sin incluir a las entidades de crédito, en Europa se sitúa en un 28%, en España no llega a una cuarta parte, con un 7,4% de participación de inversores institucionales nacionales (sin incluir a las entidades de crédito). V. BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), *Propiedad de acciones españolas cotizadas de 2016*, págs. 4-5, consultado el 20 de enero de 2018 en https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5267_Propiedad_de_acciones_españolas_cotizadas_2016__Nuevo_récord_de_los_inversores_extranjeros_con_el_43_1_.

³⁷⁵ OLAVARRÍA IGLESIA, J., “Las entidades aseguradoras”, en AA.VV., *Derecho de los seguros privados*, J. Bataller Grau, N. Latorre Chiner, J. Olavarría Iglesia, (coords.), Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 41-52. Este autor habla sobre la naturaleza jurídica de las entidades aseguradoras, si bien aplicado a la normativa anterior, en esencia puede ser interpretado de igual forma con la actual normativa.

En este caso, al igual que respecto de los fondos de pensiones, únicamente vamos a considerar la actividad aseguradora privada, como rama del Derecho financiero, sin entrar a valorar la actuación pública realizada especialmente por la Seguridad Social española.

³⁷⁶ Tal y como se desprende del art. 15.2.a) LOSSEAR y del art. 4 RD 1060/2015, de 20 de noviembre, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, por el cual se desarrolla la LOSSEAR (en adelante, ROSSEAR). Sobre esta disposición, ver las notas incluidas en el trabajo de

La actividad aseguradora puede prestarse tanto por entidades privadas como por entidades públicas, cuando adopten cualquier forma de derecho público (art. 27.3 LOSSEAR). En este segundo supuesto, dichas entidades públicas deberán desarrollar la actividad en condiciones equivalentes a las entidades privadas, quedando por tanto sometidas igualmente a la misma regulación, es decir, a la LOSSEAR y a su normativa de desarrollo. Por su parte, podemos diferenciar las entidades aseguradoras privadas según la forma jurídica que adopten, todas ellas reguladas por la LOSSEAR así como por sus normas de desarrollo, pero tendrán diferentes especificidades y normas subsidiarias de aplicación según la forma jurídica por la que se haya optado.³⁷⁷

La consideración de estas entidades como inversores institucionales y parte del accionariado de las sociedades cotizadas surge cuando, por el desarrollo de la actividad

MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, V., “Acceso a la actividad aseguradora y reaseguradora”, en AA.VV., *Comentarios al Rossear: Un análisis del Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras*, L.A. Fernández Manzano, J. Ruiz Echauri, (coords.), Hogan Lovells, Madrid, 2016, págs. 8-20.

³⁷⁷ Sobre las diferencias específicas entre los distintos tipos de entidades aseguradoras privadas, en especial sobre su constitución y funcionamiento, v. TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho de seguros...*, cit., págs. 45-60.

Por un lado, las entidades aseguradoras podrán adoptar formas jurídicas mercantiles, como son la sociedad anónima, la sociedad anónima europea, la sociedad cooperativa y la sociedad cooperativa europea. En este caso se aplicará de forma subsidiaria la LSC para los supuestos en los que se haya optado por sociedades anónimas normales o europeas, y la regulación de cooperativas de crédito en el segundo supuesto. Sobre las formas que pueden adoptar las entidades aseguradoras privadas ha de estarse a lo dispuesto en el art. 27 LOSSEAR. Respecto a la aplicación subsidiaria de la LSC, v. art. 3 LOSSEAR, y en el caso de las cooperativas tanto en el art. 42.d) LOSSEAR como en el art. 101 de la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas, se remiten a esta última como norma subsidiaria de aplicación.

En segundo lugar, las entidades aseguradoras privadas pueden adoptar formas específicas del ámbito de los seguros como son la mutua de seguros y la mutualidad de previsión social. Las primeras estarán reguladas por la LOSSEAR y de forma subsidiaria por la LSC. Esta aplicación subsidiaria de la regulación de las sociedades anónimas para las mutuas de seguro y las mutualidades de previsión social está recogida en el art. 21 del Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados. Este artículo no fue derogado en virtud de la Disposición derogatoria única del ROSSEAR. Por otro lado, las entidades con forma de mutualidad de previsión social estarán a lo dispuesto en la normativa de seguros y a su normativa específica de carácter estatal y autonómico (a nivel estatal se tratará de la Ley 9/2000, de 30 de junio, de Mutualidades de Previsión Social, y el Real Decreto 1430/2002, de 27 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento de mutualidades de previsión social. Aunque parte de la norma anterior quedo derogada en virtud de la Disposición derogatoria única del ROSSEAR). Sobre este régimen respecto a las mutuas, v. TIRADO SUÁREZ, F. J., “Algunas cuestiones peculiares de la convocatoria de la asamblea general de las mutuas de seguros”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, F. Rodríguez Artigas, G. Esteban Velasco, (coords.), vol. II, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 941-960, págs. 942-943.

aseguradora estas entidades comienzan a necesitar administrar los patrimonios captados como consecuencia de la celebración de los contratos de seguro con sus clientes, de forma que puedan obtener rentabilidad de esos fondos de cara a sus obligaciones en el futuro. Por lo tanto, junto a su función principal de prestación de coberturas surge también una segunda función relativa a la administración de estos fondos que perciben de los “pequeños ahorradores”, esto es, la gestión de su patrimonio y la actividad inversora. Teniendo en cuenta esta descripción de la función de las entidades aseguradoras, y el hecho que serán ellas las que figuren como titulares de las acciones en los registros de anotaciones en cuenta, las podremos considerar como inversores institucionales de primer nivel.

Estas entidades aseguradoras en algunos casos también actuaran de forma parecida a las IICs e incluso las entidades de crédito. Nos referimos, en concreto, a una actividad aseguradora que se ha desarrollado especialmente en las últimas décadas, por la que los contratos de seguros empezaron a ser utilizados también como instrumentos de ahorro y como instrumentos de previsión, de forma parecida a los fondos de pensiones.

El caso más paradigmático lo encontramos en los seguros de vida ahorro-inversión, también conocidos como *unit linked*. Se trata de seguros vinculados a fondos de inversión y dónde la asunción del riesgo de la inversión es realizada por el propio tomador del seguro.³⁷⁸ También son ejemplos de esta vertiente inversora los planes de previsión asegurados, los planes individuales de ahorro sistemático (PIAS) o los planes de ahorro a largo plazo (SIALP o Plan Ahorro 5). Estos productos tienen en común que se regulan como seguros y se benefician de unas condiciones tributarias especiales. Sin embargo, aunque en la mayoría de los casos se comercialice como un producto basado en un seguro, normalmente como seguros de vida, realmente estos productos son ofrecidos a los clientes como productos de ahorro inversión, destacando sus características financieras, como son la rentabilidad.³⁷⁹

³⁷⁸ En virtud de lo dispuesto en el art. 14.h de la LIRPF, el tomador no podrá modificar las inversiones afectas a la póliza, ni tampoco podrá definir en qué activos concretos se ejecuta la inversión para que estos productos tengan la consideración como seguros. V. MEDRANO MARTÍNEZ, E., “La unidad del derecho de seguros privados: la aplicación de la legislación de seguros”, *ICADE*, 71, 2007, págs. 153-172, pág. 153 y 168-170.

³⁷⁹ En estos casos y, en especial, en el supuesto de operaciones de *unit linked*, destaca que estos productos se pueden llegar a anular por los Tribunales por no ser considerados realmente como seguros sino como

El régimen jurídico en materia de ordenación y supervisión respecto del ámbito de los seguros a nivel europeo es muy prolija.³⁸⁰ Nosotros, en este caso, únicamente vamos a considerar la normativa que afecta directamente a las entidades aseguradoras en relación con el objeto de estudio, es decir, cuando actúan como inversores institucionales en el seno de las sociedades cotizadas y, en especial, nos referiremos a la ya citada LOSSEAR y su normativa de desarrollo.³⁸¹ Esta norma culminó el proceso de adaptación de nuestro sistema normativo a la conocida como Directiva Solvencia II.³⁸² Esta norma tiene como principal objetivo dotar de mayor protección a los tomadores, asegurados y beneficiarios,

productos financieros y, por tanto, su comercialización no se habría adecuado a las normas propias aplicables a su verdadera naturaleza, entre ellas, la Directiva MiFID II (art. 2), además de suponer una actividad prohibida para las compañías aseguradoras (art. 5 LOSSEAR). En cualquier caso, estos productos también podrán ser comercializados por entidades de crédito que actúen como mediadores de seguros bajo la figura de operador banca-seguro (GONZÁLEZ CASTILLA, F., “El agente de seguros y el operador de banca-seguros”, cit., pág. 150).

Sobre esta cuestión destacan la STJUE (Sala 5ª) de 1 de marzo de 2012 (Asunto C-166/11) por la que se decidió sobre una cuestión prejudicial relativa a esta materia así como las STSs (Sala 1ª) núm. 769/2014 de 12 de enero de 2015 y núm. 107/2015 de 12 de marzo de ese mismo año. En ellas se señala que los seguros tipo *unit linked* para que puedan continuar considerándose como seguros de vida deberán cumplir una serie de requisitos entre los que destaca un verdadero aseguramiento de la vida de una persona tanto por los criterios actuariales utilizados (datos biomédicos, análisis del riesgo etc.) como la fijación de una prima adecuada. Si por el incumplimiento de estos criterios se demuestra que no existe realmente un seguro por falta de causa, el producto pasará a calificarse como financiero como hemos indicado. Sobre esta materia, v. los comentarios respecto de estas Sentencias de ALONSO SOTO, R., “La información al tomador del seguro en la comercialización de productos financieros en forma de seguros”, *RJUAM*, 36, 2017, págs. 17-48, pág. 20; y DÍAZ LLAVONA, C., “No More Doubts about the Nature of Unit-Linked Products”, *EJRR*, 3, 4, 2012, págs. 621-624, pág. 622.

³⁸⁰ Las materias que regulan las normas europeas son muy variadas, desde cuestiones generales de ordenación y supervisión, liquidación de entidades aseguradoras y solvencia, a cuestiones más específicas relativas a productos concretos como son el seguro de automóvil, de asistencia en viaje, etc.

³⁸¹ La LOSSEAR ha sido desarrollada por el ya mencionado ROSSEAR; así como por diversas Órdenes del Ministerio de Economía y Resoluciones de la DGSFP. Puede consultarse las normas aplicables de carácter reglamentario en la propia página web de la DGSFP: <https://www.dgsfp.mineco.es/sector/Legislacion/ordenacionysupervision.asp>.

³⁸² Nos referimos a la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Directiva Solvencia II). Sobre el proceso de adaptación, v. TAPIA HERMIDA, A. J., “La nueva Ley de entidades aseguradoras: la LOSSEAR de 14 de julio de 2015”, *RDBB*, 139, 2015, págs. 344-352, pág. 354; VERCHER MOLL, F. J., “La reforma del acceso al mercado de seguros tras Solvencia II”, en AA.VV., *Un derecho del seguro más social y transparente*, J. Bataller Grau, M.J. Peñas Moyano, (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 677-714.

estableciendo, entre otras medidas, un régimen de solvencia, saneamiento y liquidación de las entidades aseguradoras.³⁸³

6.4.1.- La actuación de las entidades aseguradoras como inversores en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación

Al igual que otras entidades financieras, las entidades aseguradoras estaban consideradas como inversores institucionales en el antiguo RD 291/1992, y como inversores cualificados en el art. 39.1.a) del vigente RD 1310/2005. Entre los instrumentos financieros en los que invierten las entidades aseguradoras se encuentran los valores negociables y, en particular, las acciones de las sociedades cotizadas.³⁸⁴

³⁸³ Esta norma también modificó la LPPF para mejorar la regulación de los fondos de pensiones abiertos, ampliando sus posibilidades operativas, buscando favorecer las economías de escala y la diversificación de las políticas de inversión y de la gestión de inversiones realizadas. Sin duda existe una fuerte vinculación entre las diferentes normativas que afectan a los diversos inversores institucionales, posiblemente por su vinculación entre ellas a través de los conglomerados financieros de los que cuelgan.

A este respecto, las inversiones en activos mobiliarios (tal y como se utiliza este concepto en la ROSSEAR) estarán incluidas a la hora de calcular el capital obligatorio básico del módulo de riesgo de mercado (art. 151 ROSSEAR). No obstante, en este cálculo sólo se tendrán en cuenta las participaciones que tenga la entidad aseguradora que sean igual o superior al 20% de los derechos de voto o de capital de la sociedad que figura en su cartera de inversión (art. 147 ROSSEAR).

Asimismo, podemos señalar que para poder cumplir con las obligaciones que derivan de los contratos de seguro suscritos, las entidades aseguradoras deben dotarse unas provisiones técnicas. Estas provisiones son unas garantías financieras que tienen su origen en la actividad aseguradora, por las que las entidades aseguradoras cobran anticipadamente las primas de los seguros y parte de estos fondos deberán estar preparados en caso de tener que aportar las coberturas de los seguros contratados con ellas. La dotación de estas provisiones técnicas deberán invertirse siguiendo las pautas establecidas en la LOSSEAR y en sus normas de desarrollo, en especial en el ROSSEAR (arts. 48 a 58), v. TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho de seguros...*, cit., págs. 77-78.

³⁸⁴ TAPIA HERMIDA, A. J., “Concepto y tipología...”, cit., pág. 61.

A) Criterios de inversión aplicables a las entidades aseguradoras

El principal criterio que deben seguir las entidades aseguradoras a la hora de invertir sus recursos es el principio de prudencia.³⁸⁵ Además, se deberán tener en cuenta los riesgos adoptados a la hora de evaluar las necesidades globales de solvencia.³⁸⁶

Las inversiones también deberán estar diversificadas de forma que se pueda reducir la exposición al riesgo de las entidades aseguradoras de tal manera que no exista una dependencia excesiva respecto de un único activo, emisor o grupo de empresas así como una dependencia geográfica determinada por un exceso de inversión en una única región, según los arts. 89 y 90 del ROSSEAR (disposiciones que regulan estas cuestiones sobre las inversiones de las entidades aseguradoras y reaseguradoras).

A diferencia de la normativa de las IICs y de los fondos de pensiones que señalaban que dichas entidades no podían adquirir participaciones de control en sociedades cotizadas, en el caso de las entidades aseguradoras no se prohíbe, siempre que no exista una dependencia excesiva sobre ese valor y se garantice la diversidad en la cartera de forma global (art. 89.1.g ROSSEAR).³⁸⁷ Asimismo, el citado precepto establece que “*las inversiones en activos emitidos por un mismo emisor o por emisores pertenecientes a un mismo grupo no deberán exponer a la entidad a una concentración excesiva de riesgo*”.

Sin embargo, este hecho no será habitual ya que las entidades aseguradoras tenderán a invertir un porcentaje mayor de su cartera en productos de renta fija debido a su modelo de negocio de casamiento entre activos y pasivos (tal y como se dispone en los arts. 55 y 56 ROSSEAR). De esta forma, en España, la renta fija supone un 77% de la cartera

³⁸⁵ Así el art. 79 LOSSEAR y el art. 89.1.a) ROSSEAR señalan que solo podrán invertir en aquellos activos cuyos riesgos “*puedan determinar, medir, vigilar, gestionar y controlar debidamente*” dentro de los que se conoce como control de la política de inversión (ARIZA RODRÍGUEZ, F.; BOFILL MORIENTE, J.; ALONSO JIMÉNEZ, L., “Ejercicio de la actividad”, en AA.VV., *Comentarios al Rossear: Un análisis del Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras*, L.A. Fernández Manzano, J. Ruiz Echaury, (coords.), Hogan Lovells, Madrid, 2016, págs. 21-49, pág. 33).

³⁸⁶ Otro ejemplo más del tipo de normas que se han introducido en los últimos tiempos por el legislador europeo tras la crisis financiera que hemos vivido en los últimos años. La solvencia de las entidades financieras se ha convertido en uno de los principales caballos de batalla después de las experiencias vividas, situaciones en las que destacaban claros ejemplos de falta de control de riesgos y solvencia por parte de todo tipo de entidades financieras. Sobre esta cuestión v. también VERCHER MOLL, F. J., “La reforma del acceso...”, cit., pág. 679.

³⁸⁷ TAPIA HERMIDA, A. J., “Concepto y tipología...”, cit., pág. 61.

inversora de las entidades aseguradoras, siendo la media europea únicamente un 43%.³⁸⁸ El porcentaje compuesto por la renta variable, conjunto en el que se incluyen las acciones de las sociedades cotizadas, se situaba en un 5,24% en el cuarto trimestre de 2016.³⁸⁹

B) El ejercicio de los derechos de voto

Respecto al ejercicio de los derechos políticos y, en particular, de los derechos de voto, serán los sistemas de gobierno de estas entidades los encargados del mismo. Así, en el caso de aquellas entidades que adopten una forma societaria será el consejo de administración el responsable de emitir los derechos de votos. En cualquier caso, el ejercicio en concreto se realizará bajo los criterios de diligencia exigibles a este tipo de entidades, además de la correspondiente gestión de riesgos.³⁹⁰

Al igual que sucede con las entidades de crédito, también pueden plantearse conflictos de intereses a la hora de ejercitar el voto por las entidades aseguradoras. Esto es debido, en primer lugar, al hecho de que pueden votar tanto como titulares directos de las acciones que figuran en su cartera de inversión, como de forma indirecta como gestoras de fondos de pensiones, donde deberían votar, como hemos visto, en beneficio de los partícipes y beneficiarios. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurre con las IICs, en este caso no existe ningún supuesto por el que el ejercicio de los derechos políticos inherentes de las acciones que figuran en la cartera de inversión sea obligatorio.

³⁸⁸ Se pueden consultar estos datos en UNESPA – ASOCIACIÓN DE ENTIDADES DE SEGUROS, *Informe Estamos Seguros*, 2016, pág. 177, consultado el 18 de enero de 2018 en <http://www.unespa.es/que-hacemos/publicaciones/memoria-social/>.

³⁸⁹ Dato extraído del DGSFP, *Informe de Seguros y Fondos de Pensiones*, 2016, pág. 57, consultado el 18 de enero de 2018 en <http://www.dgsfp.mineco.es/sector/documentos/INFORME SECTOR 2016.pdf>.

En cualquier caso, esta situación no es extraordinaria; ya lo señaló hace ya veinte años TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 295. Ya por aquel entonces la inversión de las entidades aseguradoras se centraba mayoritariamente en productos de renta fija. En aquel momento el autor también destacaba un mayor porcentaje de inversión en activos inmobiliarios, sin embargo actualmente este tipo de inversión supone un pequeño porcentaje dentro de la cartera, en concreto, un 3% (v. UNESPA – ASOCIACIÓN DE ENTIDADES DE SEGUROS, *Informe Estamos Seguros*, cit., pág. 178).

³⁹⁰ El art. 44 ROSSEAR establece los requisitos generales del sistema de gobierno de las entidades aseguradoras, incluyendo como función la gestión sana y prudente de la actividad de las entidades aseguradoras, así como establecer las políticas de gestión de riesgos por escrito. Sobre esta segunda cuestión, en especial respecto a las inversiones que realice la entidad aseguradora, se regula la gestión de riesgos en el art. 45.1.c).

Por otro lado, también es posible que surjan conflictos de intereses al ejercer los derechos de voto en aquellos supuestos en los que la entidad aseguradora forme parte de un conglomerado financiero, como hemos anticipado al hablar de las entidades de crédito. Además, al igual que ocurría para las entidades de crédito, también cuando las entidades aseguradoras presten, o tengan la intención de prestar, sus servicios como proveedoras de servicios de aseguramiento a las propias sociedades que figuran en su cartera de inversión.³⁹¹

6.4.2.- El régimen jurídico de las entidades aseguradoras en los Estados Unidos

Históricamente las entidades aseguradoras eran uno de los principales inversores institucionales en cuanto volumen de participación en sociedades cotizadas de este país.³⁹² Sin embargo, debido a las restricciones generalizadas en la regulación de la mayoría de los Estados por la que se limitó su participación para que no mantuvieran grandes bloques de acciones, su presencia se fue reduciendo, así como su participación en las sociedades cotizadas.³⁹³ Actualmente estas restricciones se han visto incrementadas debido a la crisis financiera de 2008, de forma que se ha promovido que estas entidades centren su inversión en el largo plazo.³⁹⁴

³⁹¹ TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 330.

³⁹² TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 100-103.

³⁹³ Hay que tener en cuenta que las entidades aseguradoras estadounidenses están reguladas por las leyes de cada Estado. La doctrina en muchas ocasiones se remite a la normativa del Estado de Nueva York para estudiar esta cuestión ya que muchas de las compañías de seguro se encontraban tradicionalmente domiciliadas en este Estado (GARTEN, H., “Institutional Investors and the New Financial Order”, *Rutgers L. Rev.*, 44, 1992, págs. 585-674, pág. 613). Además del motivo anterior, también se suele señalar el proceso que se llevó a cabo en 1871, por el que se trató de igualar la normativa a nivel federal consiguiéndose únicamente que dieciocho Estados constituyeran la *National Association of Insurance Commissioners* y se vincularan a tratar de regular esta materia de manera uniforme tomando de referencia la norma del Estado de Nueva York. Es por estos motivos que en este epígrafe nos referiremos a únicamente esta norma, es decir, la *New York Insurance Law* (más conocida como la N.Y. Ins. Law, McKinney 2015) sobre la cual se puede consultar una versión consolidada en la página del Senado del Estado de Nueva York: <https://www.nysenate.gov/legislation/laws/CONSOLIDATED>.

Sobre esta cuestión también nos remitimos al trabajo de RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., pág. 23, en el que se recogen algunas de las principales diferencias entre los diferentes tipos de inversores institucionales, y en particular sobre las entidades aseguradoras estadounidenses.

³⁹⁴ En la crisis de 2008 los legisladores de diferentes países de la OCDE, entre los que se incluye los Estados Unidos, consideraron la necesidad de reformar el papel que podían jugar las aseguradoras, en particular las aseguradoras de vida y las que gestionan fondos de pensiones, para que actuaran como inversores institucionales a largo plazo, tal y como recoge GAL, J.; GRÜNDL, H.; DONG, M. I., “The Evolution of Insurer Portfolio Investment Strategies for Long-term Investing”, *OECD Journal: Financial Market Trends*, nº 1,

Haciendo referencia a una de las principales normas en materia de seguros de los Estados Unidos, la *New York Insurance Law*, podemos afirmar que las entidades aseguradoras no pueden invertir más del 20% de sus activos en acciones, ni tener más del 2% de sus activos concentrados respecto a una misma entidad.³⁹⁵ El motivo de estas limitaciones es reforzar la liquidez de la entidad para hacer frente a los pagos generados por el cumplimiento de los contratos de seguro, restringiéndose de esta manera su capacidad de inversión en los mercados.³⁹⁶

Las entidades aseguradoras estadounidenses no suelen estar vinculadas al fenómeno del activismo accionario y, en muchos casos, afirma la doctrina, si votan lo hacen en la dirección marcada por el consejo de administración de la sociedad participada.³⁹⁷

6.5.- Los custodios internacionales de valores como inversores institucionales de segundo nivel

Para cerrar este capítulo hemos querido hacer referencia a uno de los principales inversores institucionales de segundo nivel, además de las ya mencionadas entidades de crédito, los custodios internacionales. Estas entidades tendrán una especial relevancia entre los inversores institucionales debido a la globalización de las economías, de forma que cada vez es más habitual que inversores extranjeros tengan participaciones en sociedades cotizadas españolas.³⁹⁸

2016, págs. 1-55, pág. 2, consultado en http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/the-evolution-of-insurer-portfolio-investment-strategies-for-long-term-investing_fmt-2016-5jln3rh7qf46.

³⁹⁵ En concreto, esto se encuentra recogido en el *Article* 14 que trata sobre las inversiones de las entidades aseguradoras y, concretamente, en la Sec. 1405(6) sobre las inversiones en capital (*equity interests investments*) y en el apartado (7) donde se incluyen algunas previsiones precisas respecto a las inversiones extranjeras. Ya se refirió a este tipo de límites, si bien adaptados a la normativa vigente en ese momento, ROE, M. J., *Strong Managers, Weak Owners...*, cit., pág. 88.

³⁹⁶ La normativa en esta materia, y en particular respecto a la solvencia de las entidades financieras de los Estados Unidos, es similar a la que se recoge en la Directiva Solvencia II a nivel europeo, si bien la regulación estadounidense, basada en el control de riesgos, se remonta a 1992 y 1994 (GAL, J. Y OTROS, “The Evolution of Insurer...”, cit., pág. 32).

³⁹⁷ En este caso, respecto de las entidades aseguradoras, v. SHERMAN, H. Y OTROS, “Institutional Investor...”, cit., pág. 169. Estos autores justifican esta forma de actuar por el valor que le dan estas entidades a las relaciones comerciales como proveedores de seguros sobre el valor de la inversión en sus carteras.

³⁹⁸ Como ya hemos indicado con anterioridad, la presencia de inversores extranjeros en nuestras sociedades cotizadas es cada vez mayor, siendo el mayor grupo de inversores dentro del accionariado medio. En concreto, en el año 2016 la participación de este tipo de inversores superaba el 43% (BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), *Propiedad de acciones españolas cotizadas de 2016*, cit., pág. 1).

En concreto, nos interesa su figura por su especial vinculación respecto al ejercicio del derecho de voto trasfronterizo, así como su papel en el proceso de la facilitación del ejercicio de los derechos políticos de aquellos inversores que no están situados en nuestro territorio. No hay que olvidar que la inversión en este tipo de valores por extranjeros se suele canalizar a través de cadenas de intermediarios financieros que actúan como depositarios o subdepositarios o, como se denomina en la doctrina habitualmente al referirse a estos supuestos, custodios o subcustodios.³⁹⁹

Este tipo de entidades que se interponen entre los emisores y los titulares reales de las acciones, surgen del propio proceso de desincorporación de los títulos-valores.⁴⁰⁰ Las acciones de las sociedades cotizadas se representan como anotaciones en cuenta, meros apuntes contables, por lo que se necesita de unos terceros que se encarguen de llevar a los correspondientes registros en los que se anotarán estas acciones y los que legalmente faciliten la legitimación y la titularidad respecto de los valores anotados, vinculándose la titularidad respecto de aquellos sujetos que figuren en los registros (en virtud de lo dispuesto en los arts. 13 y 14 TRLMV sobre el principio de legitimación registral).⁴⁰¹

Sin embargo, no serán estos inversores, titulares reales, los que figurarán en este registro, únicamente en el registro de detalle que llevarán las entidades depositarias autorizadas por Iberclear en nuestro mercado, ya que nuestro sistema se basa en un

³⁹⁹ Uno de los principales exponentes en nuestra doctrina y que de forma más extensa ha estudiado esta figura es, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., “Valores negociables y custodia internacional: algunas cuestiones fundamentales”, en AA.VV., *La modernización del Derecho de sociedades de capital en España*, C. Alonso Ledesma, A. Alonso Ureba, G. Esteban Velasco, (dirs.), vol. 1, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 195-226, pág. 195.

⁴⁰⁰ Sobre este proceso, por todos, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “La desincorporación de los títulos-valor”, *RDM*, 219, 1996, págs. 7-34.

⁴⁰¹ Sobre los registros contables de anotaciones en cuenta y sobre la eficacia legitimadora de los mismos, v. PERDICES HUETOS, A. B., *El libro registro de socios. La legitimación del socio en las sociedades de capital*, Civitas, Madrid, 2000, págs. 225-245.

El accionista formalmente será el que figure inscrito en el correspondiente registro de detalle, sin que tenga que corresponderse con el accionista real, el verdadero titular de las acciones, salvo en los casos en los que sean titulares de las acciones las propias entidades autorizadas (habitualmente entidades de crédito). Sobre esta cuestión, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., “La propuesta de Directiva sobre el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto”, *RdS*, 26, 2006, págs. 203-217, págs. 212-213; VARA DE PAZ, N., “La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta”, n° 12, 2007, págs. 1-19, pág. 22, consultado el 15 de septiembre de 2018 en <https://eprints.ucm.es/6357/1/nemesio.pdf>.

sistema de legitimación de doble escalón.⁴⁰² De esta forma se establece una cadena de anotaciones contables por las que las acciones emitidas por la sociedad, como entidad emisora, figurarán en el registro central, cuya llevanza está encargada a Iberclear (entidad depositaria central en España), y en cuyos registros a su vez figurarán las entidades participantes especialmente autorizadas. Será en los registros de detalle de dichas entidades donde se recogerán los datos de los inversores clientes de las mismas.⁴⁰³

Esta ya de por sí compleja relación empeora cuando entran en juego inversores extranjeros, ya que el inversor que figurará en el registro de detalle no será el inversor final, sino el custodio internacional o custodio global encargado del depósito, entidad localizada en un tercer país, que a su vez registrará los valores depositados en una entidad depositaria local que estará habitualmente radicada en el Estado del inversor final.⁴⁰⁴ Como vemos, el factor internacional complica aún más si cabe la relación de tenencia indirecta, dificultando la posibilidad de que los inversores finales puedan ejercer sus derechos políticos. Pero no solo desde el lado de los inversores, sino que la entidad emisora también tendrá dificultades para ponerse en contacto con los verdaderos titulares al diluirse dicha información a través de las largas cadenas de depositarios.

Es por todo esto que la normativa societaria actual, así como las diversas herramientas de *soft law*, buscan tratar de fomentar la participación de los inversores, por lo que es necesario mejorar las condiciones existentes para ello. Al menos por lo que se refiere a España y a Europa, tiene lógica que el sistema jurídico trate de facilitar el ejercicio de los derechos políticos de aquellos inversores que se encuentran dentro de estas complicadas cadenas de custodia; ya sea mediante su ejercicio directo o, de forma más sencilla, mediante la representación de estos accionistas. En este sentido, cabe destacar la regulación de esta materia por la Directiva 2007/36 que trató de dar solución

⁴⁰² En virtud del art. 9 TRLMV y arts. 30-47 del RD 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado regulado.

⁴⁰³ V. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J.; SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S., “Valores negociables y custodia...”, cit., págs. 788-791.

⁴⁰⁴ Esta estructura se puede complicar más al incluir más niveles de participación según intervengan más custodios o subcustodio, tal y como se puede observar en los diferentes esquemas que incluye GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J.; SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S., “Valores negociables y custodia...”, cit., págs. 792-795.

a los problemas relativos a la votación transfronteriza, estableciendo que los intermediarios financieros (incluidas las entidades depositarias y custodios) debían facilitar el ejercicio de dicho derecho, garantizándose que los inversores tuvieran acceso al ejercicio del derecho de voto efectivamente o que su ejercicio se realizara por sus representantes de conformidad con las instrucciones otorgadas (arts. 10, 11 y 13 de la mencionada Directiva).⁴⁰⁵ Estas disposiciones fueron transpuestas a nuestro ordenamiento, entre otros, en el art. 524 de la LSC, a través de la Ley 25/2011 y modificado posteriormente por la Ley 31/2014.⁴⁰⁶

La Directiva 2007/36 fue modificada en 2017 en virtud de la Directiva 2017/828, incluyéndose entre los objetivos, otro impulso al ejercicio transfronterizo de los derechos de voto e información de los accionistas.⁴⁰⁷ Destaca la incorporación del derecho que tendrán los accionistas a solicitar la confirmación de que sus votos han sido registrados y contabilizados válidamente, de forma que éstos puedan tomar consciencia de su participación directa en la sociedad (art. 3 *quater*. 2 Directiva 2007/36).

En relación con la mencionada Directiva 2007/36, la Comisión Europea también promulgó el Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1212 de la Comisión, de 3 de septiembre, por el que se establecen requisitos mínimos de ejecución de las disposiciones de la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la identificación de los accionistas, la transmisión de información y la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas (en adelante, RE 2018/1212). Este Reglamento sigue la línea de las normas anteriormente mencionadas por las que se busca, entre otros objetivos, mejorar la armonización en materia del sistema normativo aplicable a las sociedades cotizadas. Así, en sus considerandos se refleja la necesidad de regular estas

⁴⁰⁵ Sobre el proceso de redacción de esta Directiva y, en particular, sobre esta cuestión en concreto, v. MARTÍNEZ ROSADO, J., “La propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo (Presentada por la Comisión el 5 de enero de 2006)”, nº 16, 2008, págs. 1-19.

⁴⁰⁶ Respecto a esta disposición podemos hacer referencia al trabajo de PERDICES HUETOS, A. B., “Estructura del accionariado...”, cit. en el cual se expone la historia detrás de la redacción del art. 524 LSC y de su posterior modificación.

⁴⁰⁷ En especial, en el nuevo art. 3 *quater* de la Directiva 2007/36 se establece nuevas reglas que deberán transponer los Estados miembros en virtud de las cuales los intermediarios deberán facilitar más aún el ejercicio de los derechos de los accionista.

cuestiones de forma que se evite una “aplicación divergente de las disposiciones de la Directiva 2007/36/CE”.⁴⁰⁸

En concreto, esta norma busca facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas, especialmente en aquellos supuestos con relaciones transfronterizas, mediante la publicación de una serie de modelos de mínimos que faciliten la ejecución de aquellas disposiciones de la Directiva 2007/36 que regulan la identificación de los accionistas, la transmisión de información y las que faciliten el ejercicio de los derechos de los accionistas.⁴⁰⁹ Para ello se presentan los mencionados modelos que serán utilizados para: en primer lugar, respecto al procedimiento de la solicitud de revelación de información sobre la identidad de los accionistas por la sociedad emisora (art. 3.1 del RE 2018/1212, cuadro 1 del anexo) y la respuesta a la mencionada solicitud por parte de los intermediarios, ya sea el primer intermediario, el último intermediario o cualquier otro, según corresponda (art. 3.2., cuadro 2 del anexo). En segundo lugar, se establece el contenido mínimo que debe contener la notificación de la convocatoria de la junta general, en concreto respecto al tipo y al formato de la información que se debe transmitir al respecto (art. 4.1, cuadro 3 del anexo). Posteriormente se presenta el modelo de comunicación respecto a la confirmación del derecho de los accionistas a ejercer sus derechos en la junta general (art. 5, cuadro 4 del anexo) y la respectiva notificación de participación de los accionistas, por la que el intermediario comunica al emisor la participación del accionista ya sea por ellos mismos o por medio de representación (art. 6, cuadro 5 del anexo). Por su parte, la sociedad emisora, deberá respetar unos requisitos mínimos a la hora de confirmar la recepción de los votos emitidos, así como respecto a la confirmación del registro y recuento de votos (art. 7, cuadros 6 y 7 del anexo). También se establece un contenido mínimo respecto de las comunicaciones de otros actos societarios (nosotros hemos utilizado la expresión eventos corporativos a lo largo de la tesis) distintos a la convocatoria de la junta (art. 8, cuadro 8 del anexo del mencionado RE 2018/1212). Asimismo, este Reglamento establece los plazos que deben mediar

⁴⁰⁸ En virtud del considerando (2). Asimismo se expone que la utilización de los modelos propuestos en esta norma permitirán que la información que se transmite sea tratada de forma más eficiente y fiable, beneficiando a su vez la “*interoperabilidad entre los intermediarios, el emisor y sus accionistas*”. Todo esto, con el objetivo último de garantizar un funcionamiento eficiente de los mercados de capitales de la Unión.

⁴⁰⁹ Estas materias se encuentran recogidas en los arts. 3.bis.8, 3.ter.6 y 3.quater.3. de la Directiva 2008/36.

respecto a los procesos de comunicación de información que acabamos de señalar entre los emisores y los intermediarios (art. 9).

Finalmente, podemos hacer referencia a la existencia de iniciativas a nivel internacional que se han desarrollado para tratar de dar respuesta a la cuestión del voto transfronterizo (entre otras materias) de forma global., destacando actualmente en este aspecto el Convenio de UNIDROIT sobre reglas sustantivas para valores intermediados (*UNIDROIT Convention on substantive rules for intermediated securities*) que fue publicado el 9 de octubre de 2009.⁴¹⁰

⁴¹⁰ Sobre este Convenio, puede consultarse el resumen incluido en el trabajo de GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J.; SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S., “Valores negociables y custodia...”, cit., pág. 812 y ss.

CAPÍTULO II - LA SOCIEDAD ANÓNIMA COTIZADA Y EL GOBIERNO CORPORATIVO: CONCEPTO Y RÉGIMEN JURÍDICO

1.- Introducción

La sociedad cotizada⁴¹¹ es el subtipo social que habitualmente utilizan las grandes sociedades de carácter abierto⁴¹² y, por ello, se tratará del entorno en dónde será más habitual que interactúen los inversores institucionales, ya sea en el seno de la junta general de accionistas, con otros accionistas o directamente con el consejo de administración.⁴¹³

En este capítulo se abordarán las notas características de la sociedad anónima y particularmente del subtipo que cotiza en mercados regulados, la sociedad cotizada. Esta información nos permitirá clarificar, en la medida de lo posible, el marco en el que actúan los inversores institucionales, así como las relaciones que se producen entre los diferentes agentes implicados en el devenir de la sociedad. No es el propósito de esta tesis realizar un estudio pormenorizado del Derecho de sociedades, ni siquiera sobre las sociedades anónimas, sino únicamente estudiar las particularidades de las grandes sociedades

⁴¹¹ A lo largo de la tesis, utilizaremos de forma indistinta las expresiones “sociedad anónima cotizada” y “sociedad cotizada” para referirnos a este subtipo de sociedad capitalista.

⁴¹² En este trabajo vamos a centrar nuestros comentarios en las comúnmente denominadas “grandes sociedades”. En nuestro entorno estas grandes sociedades se corresponden habitualmente con aquellas sociedades cuyas acciones están admitidas a negociación en la Bolsa, sociedades con una base accionarial más diversa que la sociedad media nacional, con un capital dividido en acciones que son ofertadas y adquiridas en este mercado regulado, v. MARTÍNEZ GARRIDO, S., “El Consejo de Administración - Consideraciones Generales”, en AA.VV., *Gobierno corporativo (Cuadernos de derecho para ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) C. Paz-Ares (coord.), La Ley, Las Rozas (Madrid), 2009, pág. 21.

Será en este contexto donde se observará de forma más clara los diferentes intereses que tienen los diversos tipos de sujetos que conforman las partes interesadas de una sociedad cotizada: administradores, accionistas mayoritarios, accionistas de control, inversores institucionales, accionistas minoritarios, entre otros, v. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada”, *RDM*, 246, 2002, págs. 1653-1725, págs. 1660-1662.

⁴¹³ Como ya hemos anticipado en diversas ocasiones, existen excepciones, como es el caso de las entidades de capital riesgo que, al menos originariamente, no pueden invertir en sociedades cuyos valores estén admitidos a negociación en la bolsa de valores, el primer mercado regulado, salvo que se excluyan de cotización en los 12 meses siguientes (art. 9 LECR).

anónimas y, en particular, aquellas sociedades cotizadas con un gran número de accionistas que son el terreno de juego habitual de los sujetos objeto de esta tesis.

En este capítulo también se incluirá el estudio del régimen del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, haciéndose especial referencia a los diferentes instrumentos que regulan esta cuestión y, particularmente, aquellos aspectos que afectan al papel que tienen los inversores institucionales y respecto de la junta general de accionistas, como escenario principal de su actuación.

Por último, señalar que a lo largo de la exposición de este capítulo iremos intercalando a modo de comparación cual es la situación y el régimen actual de las sociedades cotizadas en los Estados Unidos.⁴¹⁴ Como en el capítulo anterior, hemos

⁴¹⁴ En los Estados Unidos se utiliza la expresión “*publicly traded company*” para referirse a aquellas sociedades cuyas acciones están dispersas entre una gran diversidad de accionistas, sin especiales limitaciones a la hora de vender estos valores mobiliarios. Este sería, en cierta medida, el equivalente a nuestras sociedades abiertas.

También es habitual que se refieran a estas sociedades como “*public company*”. Sin embargo, esta expresión puede dar lugar a confusión en nuestro país respecto a aquellas sociedades de carácter público, es decir, aquellas donde algún ente público ejerza directa o indirectamente una influencia dominante. Al respecto, se pueden consultar el art. 103 de la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, en el que se recoge la definición de entidad pública empresarial de ámbito estatal: “*son entidades de Derecho público, con personalidad jurídica propia, patrimonio propio y autonomía en su gestión, que se financian mayoritariamente con ingresos de mercado y que junto con el ejercicio de potestades administrativas desarrollan actividades prestacionales, de gestión de servicios o de producción de bienes de interés público, susceptibles de contraprestación*”. No obstante “*dependen de la Administración General del Estado o de un Organismo autónomo vinculado o dependiente de ésta, al que le corresponde la dirección estratégica, la evaluación de los resultados de su actividad y el control de eficacia*”. De forma similar, también podemos hablar de sociedades mercantiles estatales, definidas en el art. 111 de la mencionada Ley, teniendo dicha consideración aquellas sociedades mercantiles sobre las que ejerce su control el Estado, siguiendo los criterios de sus apartados (a) y (b) del citado precepto.

Asimismo, el art. 2.b) de la Directiva 2006/111/CE de la Comisión, de 16 de noviembre de 2006, relativa a la transparencia de las relaciones financieras entre los Estados miembros y las empresas públicas, así como a la transparencia financiera de determinadas empresas, cuya transposición se realizó por medio de la Ley 4/2007, de 3 de abril, de transparencia de las relaciones financieras entre las Administraciones públicas y las empresas públicas, y de transparencia financiera de determinadas empresas, también recoge una definición de empresa pública en el art. 2 de dicha Ley: “*cualquier empresa en la que los poderes públicos puedan ejercer, directa o indirectamente, una influencia dominante en razón de la propiedad, de la participación financiera o de las normas que la rigen*”.

Por otro lado, el equivalente a sociedad cotizada en Derecho de los Estados Unidos sería lo que se conoce como “*listed company*”, aquellas sociedades autorizadas a ofrecer al público sus títulos valores (ya sean sus acciones, obligaciones, bonos, etc.) en las bolsas de valores o en los mercados extrabursátiles. Sin embargo, este término, “cotización”, también está cada vez más en desuso según el EUROPEAN COMMISSION

elegido este modelo de comparación principalmente porque es en este país donde se desarrolló en primer lugar el movimiento de activismo accionario de los inversores institucionales. Esto nos permitirá comprender con mayor conocimiento de causa algunas de las cuestiones sobre la evolución de la participación de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas.

Entre otros motivos para utilizar este país como sujeto de comparación, también podemos destacar el fenómeno de la globalización y la interconexión de los mercados de valores.⁴¹⁵ Esto, unido a la gran presencia mundial de inversores de los Estados Unidos,⁴¹⁶ hace que los inversores estadounidenses sean los más numerosos a la hora de exigir aquellas formas de proceder a las que están acostumbrados por su mercado de origen y

INTERNAL MARKET AND SERVICES, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, de 5 de abril de 2011, pág. 8, consultado el 24 de mayo de 2017 en http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf; así tanto en MiFID I como en MiFID II prevalece la expresión “admisión a negociación en un mercado regulado” frente a la de cotizar, de forma que sea más fácil extenderlo a todos los valores negociables e instrumentos financieros.

⁴¹⁵ Sobre este fenómeno de la globalización que conlleva a un proceso armonizador entre los diferentes regímenes de sociedades v. SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001, págs. 84-87. En general, la internacionalización de la economía y de los mercados de valores en particular, tienden a provocar un trasvase de prácticas, herramientas y técnicas jurídicas y económicas. Este proceso únicamente creará valor si el legislador es capaz de coordinar y adaptar los nuevos hechos a la regulación y a la práctica nacional (GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 21).

⁴¹⁶ Así, en el último informe de la UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo), se señala que el país que más invierte a nivel mundial son los Estados Unidos, con una inversión de 342 miles de millones de dólares en 2017. La siguiente economía es Japón con menos de la mitad de esa cifra, 160 miles de millones de dólares. V. UNCTAD - ONU, *World Investment Report 2018*, pág. 5, consultado el 5 de junio de 2018 en http://www.unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2018_overview_en.pdf.

Teniendo en cuenta nuestra propia economía, las empresas estadounidenses suelen estar también entre las que más invierten en sociedades españolas (ya sea para crearlas, acudir a una ampliación de capital o adquirir sus acciones). Destaca especialmente el incremento que se produjo entre 2015 y 2016 con una variación del 88%, pasando de 2.670 millones de euros a 5.020 millones de euros. Pueden consultarse los datos en el informe MULTINACIONALES MARCA ESPAÑA, *La inversión extranjera en cifras - Noviembre 2017*, pág. 12, consultado el 1 de junio de 2018 en http://multinacionalesmarcaespana.org/wp-content/uploads/2017/10/Inversion_extranjera_noviembre2017.pdf, si bien el origen de los datos se encuentra también en la base de datos de la UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo), consultables en www.unctad.org/fdistatistics.

puede incluso que algunas de ellas acaben recogidas en el Derecho positivo.⁴¹⁷ Así, entre muchos de los aspectos que han exportado los inversores estadounidenses encontramos su activismo accionario, en especial por parte de los inversores institucionales.⁴¹⁸ Este movimiento fue especialmente destacado en los años 80 en los Estados Unidos, y desde entonces ha sido profusamente estudiado por su doctrina.⁴¹⁹

Asimismo, centrándonos en una época más reciente, también nos interesa poner un cierto énfasis en la regulación societaria de ese país por cuanto que es allí donde también encontramos el origen de la gran crisis financiera que hemos venido sufriendo en la última década. La deficiente regulación respecto a los derechos y obligaciones de los distintos sujetos dentro del marco del gobierno corporativo, junto a la falta de normas respecto al control de la asunción de riesgos, han sido algunas de las múltiples causas de la crisis que se han señalado.⁴²⁰

También es interesante realizar este análisis comparativo por cuanto los Estados Unidos representan un sistema legal de contraste con el nuestro.⁴²¹ Como es sabido,

⁴¹⁷ Sobre la extensión internacional del modelo estadounidense de sociedades y gobierno corporativo v. entre otros, USEEM, M., *Investor Capitalism*, cit., págs. 266-267.

⁴¹⁸ Así, los fondos de pensiones de los Estados Unidos incrementaron considerablemente su presencia en las bolsas europeas desde finales de los 80, continuando hasta nuestros días. Trayendo con ellos su forma de entender el gobierno corporativo y como este debía funcionar, en especial, respecto a la implicación y la activación de los inversores institucionales, tal y como señalaba BUXBAUM, R. M., “Institutional Owners and Corporate Managers: A Comparative Perspective”, *Brook. L. Rev.*, 57, 1, 1991, págs. 1-53, págs. 25-26.

⁴¹⁹ Que además coincide con el periodo en el que la mayoría de los países europeos empezaron a asumir el modelo del mercado de valores estadounidense, trasladando sus medidas legislativas o incluso constituyendo organismos reguladores independientes similares a la SEC estadounidense (PALÁ LAGUNA, R., “Securities Exchange Commission”, en AA.VV., *Organismos reguladores (Cuadernos de derecho para ingenieros)*, C. Alonso Ledesma, (coord.), La Ley, Madrid, 2009, págs. 297-312). Esta tendencia se redujo con los primeros escándalos financieros, encabezados por el ya mencionado caso Enron a principios del siglo XXI. Sobre esta cuestión, v., entre otros, COFFEE, JR., J. C., “The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control”, *Yale L. J.*, 111, 1, 2001, págs. 1-82, pág. 69.

⁴²⁰ Sobre las causas y el origen de la crisis financiera y la influencia del Derecho de sociedades en la misma, v. BAINBRIDGE, S. M., *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford University Press, New York, 2012, págs. 5-7; ZABALA ORTIZ DE LA TORRE, I., *Gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en los Estados Unidos*, Dykinson, Madrid, 2017, pág. 18.

⁴²¹ Utilizar de referencia el sistema jurídico de los Estados Unidos puede aportar diferencias mayores que la simple comparación con otros regímenes de nuestro entorno más próximo. Sin duda, el contexto jurídico de las cotizadas españolas encontrará con mayor facilidad similitudes en otros países miembros de la UE

mientras nuestro ordenamiento sigue un sistema “civil law” continental, el estadounidense tiene como base el “common law” anglosajón.⁴²² En los países cuyo sistema normativo se basa en ese último sistema suele presentarse un mayor desarrollo de sus mercados de valores, frente a los países de la Europa continental que en su mayoría solían centrar sus sistemas de financiación principalmente en los mercados de crédito. Por este motivo, se suele argumentar que estos sistemas suelen proteger mejor los intereses de los inversores, si bien cada día la diferencia es menor.⁴²³ El aspecto en el cual aún continúa habiendo considerables diferencias entre los Estados Unidos y Europa continental es respecto a la distribución de poderes entre la junta general de accionistas y el consejo de administración, lo que, como explicaremos más adelante, supone una mayor concentración en la estructura de capital en los países de nuestro entorno.⁴²⁴

por la armonización del Derecho societario y del mercado de valores que se ha producido a raíz de nuestra incorporación a la entonces Comunidad Económica Europea con fecha 1 de enero de 1986 (v. el Acta de Adhesión de España a las Comunidades Europeas firmada en Madrid el 12 de junio de 1985). Sobre esta cuestión, en la doctrina, v. WYMEERSCH, E., “From harmonization to integration in the European Securities Markets”, *JCCL&SR*, 3, 1981, págs. 1-29; y, entre nosotros, entre otros, FARRANDO MIGUEL, I., “El Derecho mercantil y la armonización y unificación comunitaria”, *RDP*, 6, 2000, págs. 59-143, págs. 105-124 y la bibliografía allí citada. Sin embargo, esta similitud no va a permitir encontrar formas diferentes de enfocar los problemas

⁴²² Aunque debido a la globalización también los Estados Unidos y su sistema normativo se alejan cada día más de un sistema “puro”. Para conocer algunas de las principales diferencias según los sistemas legales y como estas afectan a los sistemas financieros, uno de los trabajos que supusieron un hito en la materia fue el de LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W., “Legal Determinants of External Finance”, *J. Fin.*, 52, 3, 1997, págs. 1131-1150, pág. 1131.

Entre nosotros, y respecto a la regulación de las sociedades anónimas, señala este origen de las diferencias entre el sistema continental europeo y el estadounidense ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “La sociedad anónima en el Derecho norteamericano”, *Blog Almacen de Derecho*, 2017, consultado el 20 de octubre de 2017 en <http://almacenederecho.org/la-sociedad-anonima-derecho-norteamericano-blackstone-gierke/>. El autor hace también hincapié en la menor separación entre el Derecho de sociedades de los Estados Unidos con la propia regulación económica y en la regulación de la personalidad jurídica y su capacidad de obrar para explicar las diferencias.

⁴²³ COOLS, S., “The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers”, *Harvard - John M. Olin Center for Law, Economics, and Business - Discussion papers*, No. 490, 2010, págs. 1-78, pág. 76, consultado el 10 de mayo de 2018 en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=623286.

⁴²⁴ Algunas de las hipótesis para explicar esta diferencia podrían ser los diversos sistemas políticos prevalentes en los diferentes sistemas normativos (ROE, M. J., “Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control”, *Stan. L. Rev.*, 53, 3, 2000, págs. 539-606, pág. 603, consultado en <http://ssrn.com/abstract=165143>). Así, señala el autor, ad.ex., que conseguir que los administradores tengan

Por todo lo expuesto, es prácticamente inevitable tomar de referencia la regulación estadounidense como modelo de comparación para nuestro estudio de las sociedades cotizadas y los inversores institucionales.

2.- Concepto de sociedad anónima cotizada

Como hipótesis de trabajo es necesario establecer un concepto básico de sociedad sobre el que trabajaremos. En este caso, debemos partir de la definición que se recoge en el art. 116 CCom, por la cual se entiende que una sociedad es la unión de dos o más personas que ponen en común “*bienes, industria o alguna de estas cosas, para obtener lucro*”.⁴²⁵

sus intereses alineados con una gran masa de accionistas dispersos es más complicado en países con un sistema de bienestar social más desarrollado, es decir, se vuelve más difícil separar la propiedad del control.

En contra de esta primera línea de pensamiento, el Prof. COFFEE Jr., considera que el sistema político de forma individual no puede explicar estas diferencias. Más aun cuando la expansión hacia Europa de la experiencia estadounidense ha sido tan elevada, haciendo que las diferencias cada vez sean menores. Entre algunas de las medidas exportadas de los Estados Unidos destacan, según este autor, las herramientas de control del mercado como son las OPAs hostiles y la mayor regulación de transparencia. El autor pone mayor énfasis en la posibilidad de que sea el intervencionismo público en el sistema legislativo y el control de los mercados de valores, los cuales centran, o más bien centraban, más sus esfuerzos en el desarrollo del mercado del crédito en el que es más fácil controlar los flujos de capitales, los motivos de las diferencias. V. COFFEE, JR., J. C., “The Rise of Dispersed Ownership...”, cit., págs. 71, 78-80.

⁴²⁵ La definición clásica de sociedad, o mejor dicho, de contrato de sociedad, se encuentra recogida en los art. 1.665 CC, el art. 116 CCom y el art. 1 LSC. En virtud del art. 116 CCom podemos resumidamente definirlo como un contrato por el que dos o más personas se obligan a poner en común dinero, bienes o industria, con el fin de realizar una actividad y con el ánimo de repartir entre sí las ganancias que se obtengan. Si bien esta posición, no siempre ha sido pacífica, así, ad.ex. lo expone GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades*, cit., págs. 127-143. Según el cual parece complicado que únicamente con las reglas y principios del Derecho de obligaciones se pueda entender tanto el nacimiento como el funcionamiento y vida de las sociedades (v. especialmente GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades*, cit., pág. 135-143).

Algunos autores, especialmente estadounidenses, utilizan fundamentos económicos para explicar la naturaleza jurídica de la sociedad, partiendo de las teorías económicas neoclásicas de la llamada Escuela de Chicago. A estas teorías se las conoce como “contractualistas” y vienen a definir la sociedad como un mero nexo de contratos. De esta forma, originalmente, los contratos de sociedad hacían referencia únicamente a la relación entre los dueños de la sociedad y los administradores y directivos. Con el tiempo, esta definición se fue ampliando para recoger también las relaciones entre los propios accionistas y de estos con otros sujetos interesados como son los empleados o los acreedores de la sociedad. Por tanto, podemos resumir que bajo esta concepción dentro de ese contrato plurilateral asociativo se incluirán otros contratos multilaterales entre los diferentes partes interesadas (trabajadores, socios, clientes, etc.).

Entre otros muchos autores que defienden esta conceptualización contractualista, destacan por todos, ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H., “Production, Information Costs, and Economic Organization”, *Am. Econ.*

CAPÍTULO II - LA SOCIEDAD ANÓNIMA COTIZADA Y EL GOBIERNO CORPORATIVO: CONCEPTO Y RÉGIMEN JURÍDICO

De esta definición se desprende que el elemento subjetivo, los accionistas, son un elemento configurador esencial en las sociedades. Son los accionistas los que fundarán la sociedad y los que, en calidad de socios, formarán parte del órgano soberano de la sociedad, la junta general. Esta, como órgano representativo del conjunto de los socios, se trata de una reunión, habitualmente periódica, donde los socios adoptarán determinadas

Assoc., 62, 5, 1972, págs. 777-795, pág. 783-785 y 794; EASTERBROOK, F. H.; FISCHER, D. R., “The Corporate Contract”, *Colum. L. Rev.*, 89, 7, 1989, págs. 1416-1448, pág. 1426; HANSMANN, H., “Ownership and organizational form”, *Yale L. J.*, 110, 3, 2000, págs. 387-440, pág. 388; JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H., “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *J. Fin. Econ.*, 3, 4, 1976, págs. 305-360, pág. 310.

Sin embargo, a nivel europeo y nacional esta posición contractualista no ha sido la generalizada por cuanto que se considera que las relaciones contractuales de la sociedad no son suficientes para explicar todos los aspectos societarios. En nuestra doctrina es bastante pacífico el seguimiento de la tesis mencionada al inicio de esta nota por GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades*, cit., págs. 3, 7, 11, 199. Así destaca, en particular, la interpretación que realiza PAZ-ARES de esta teoría (PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “Ánimo de lucro y concepto de sociedad (breves consideraciones a propósito del artículo 2.2 LAIE)”, en AA.VV., *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea: estudios en homenaje a José Girón Tena*, Civitas, Madrid, 1991, págs. 731-756, pág. 733). De este mismo autor, más recientemente pueden señalarse otros de sus trabajos de interpretación sobre el concepto de sociedad, y en concreto sobre estas teorías: PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “Comentario del artículo 1669”, en AA.VV., *Comentario del Código Civil*, C. Paz-Ares, R. Bercovitz, L. Díez-Picazo, P. Salvador, (dirs.), vol. IV, Ministerio de Justicia - Thomson Reuters Aranzadi, Madrid, 2015; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “Comentario del artículo 1665 - De la sociedad”, en AA.VV., *Comentario del Código Civil*, C. Paz-Ares, R. Bercovitz, L. Díez-Picazo, P. Salvador, (dirs.), vol. IV, Ministerio de Justicia - Thomson Reuters Aranzadi, Madrid, 2015.

También en esta línea, incluyendo una interpretación abierta del concepto de interés social, se encuentran los trabajos de: ALONSO LEDESMA, C., “Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social”, en AA.VV., *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea: estudios en homenaje a José Girón Tena*, Civitas, Madrid, 1991, págs. 31-64, págs. 41-45; ALONSO UREBA, A., “El gobierno de las grandes empresas (Reforma legal versus Códigos de Conducta)”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, G. Esteban Velasco (coord.), Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 95-136, págs. 105-106; o ALBORCH BATALLER, C., *El derecho de voto del accionista: supuestos especiales*, Tecnos, Madrid, 1977, págs. 96-97. Sobre la existencia de un deber entre los socios de fidelidad al interés social JUSTE MENCÍA, J., *Los derechos de la minoría en la Sociedad Anónima*, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 1995, pág. 142 y ss.; RUBIO VICENTE, P. J., “Una aproximación al abuso de minoría en la sociedad anónima”, *RdS*, 21, 2003, págs. 81-108, págs. 89-90.

Sobre la posición contractualista desde una visión economicista, entre nosotros, destaca la posición de ALFARO ÁGUILA-REAL, de cuyos trabajos podemos señalar especialmente ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente: una aproximación económica*, Civitas, Madrid, 1995, pág. 22 y ss. El autor considera en dichas páginas que el interés social hace referencia a los deberes fiduciarios de los socios y no a la voluntad de las partes. Más recientemente, también sobre esta cuestión, v. ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Los problemas contractuales en las sociedades cerradas”, *InDret*, 4, 2005, págs. 1-22, pág. 3; IDEM, “El reconocimiento de la personalidad jurídica en la construcción del Derecho de Sociedades”, *InDret*, 1, 2016, págs. 1-104, pág. 6.

decisiones clave para el funcionamiento societario.⁴²⁶ La junta general tendrá como finalidad la realización del interés social a través del consentimiento que presten los socios mediante el ejercicio de sus derechos de voto.⁴²⁷

La condición de socio, accionista en el caso de las sociedades anónimas, se adquiere a través de la titularidad de las acciones, por medio de títulos físicos o por anotaciones en cuenta. Cada acción confiere a su titular legítimo la condición de socio y le atribuye, como indica el art. 1 LSC, los derechos reconocidos en esa ley y en los estatutos societarios en la proporción a su participación.⁴²⁸

⁴²⁶ QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 25.

⁴²⁷ El interés social como elemento esencial del concepto de sociedad no siempre ha sido una cuestión pacífica en la doctrina, tanto como la determinación del fin y la promoción por los socios del mismo (v. GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades*, cit., pág. 31). Dentro de la concepción contractualista de la sociedad anónima, se considera el interés social como el interés común de los accionistas, así, ad.ex. lo defiende SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Creación de valor...”, cit., págs. 880-882. Se trata de una interpretación del interés social desde la visión de los participantes, en este caso, los accionistas. Idealmente sería el resultado de la unión de las voces de todos los socios, sin embargo, eso sería técnicamente imposible en sociedades con un gran volumen accionarial, donde el interés se convierte en aquel interés de la mayoría de los accionistas. V. RECALDE CASTELLS, A., “Reflexiones en relación...”, cit., págs. 72-73.

Por otro lado, también dentro de una visión contractualista de la sociedad, algunos autores abandonando el criterio de la *affectio societatis*, atienden a un criterio preferentemente económico para entender el concepto de sociedad. Así, frente a la visión del interés social desde una perspectiva subjetiva, otros autores, PAZ-ARES, uno de sus principales referentes, considera que el verdadero interés social es aquel que promueva la obtención de un mayor valor a largo plazo, siguiendo la Recomendación nº 7 del CUBG. En dicho Código se define el interés social como “*hacer máximo, de forma sostenida, el valor económico de la empresa*”. V. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “La anomalía de la retribución...”, cit., págs. 106, 108-116.

Aun no siendo el objeto de esta tesis, cabe recordar que frente a las tesis contractualistas, existen otras teorías englobadas bajo la calificación de negativas. Reciben esta denominación por el hecho de rechazar la entender el concepto sociedad como un contrato. Estos autores consideran la sociedad como un acto colectivo o constitutivo social. Entre otros muchos, para entender las diferentes posturas respecto a la interpretación del concepto de sociedad, v. GARRIGUES, J., “Teoría General de las Sociedades Mercantiles (continuación)”, *RDM*, 142, 1976, págs. 519-552, pág. 530.

⁴²⁸ Tal y como se recoge en el art. 91 LSC. Por medio de esta disposición (anteriormente por el art. 48 LSA) se delimita la posición de los accionistas, esto es, la condición de socio, un estatus que no viene vinculado a la persona en sí misma, aspecto que puede variar en el tiempo, sino que trae causa de la tenencia de unos títulos (v. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Artículo 48”, cit., pág. 99).

Esta vinculación de la condición de socio a la tenencia de acciones, a título de propiedad, supone el cumplimiento de los requisitos legales para certificar la titularidad de las acciones según su tipo (nominativa, al portador o anotación en cuenta) y la posibilidad de variar la figura del socio por la mera transmisión de las acciones, sin que esto influya en el funcionamiento de la sociedad. En el caso concreto de las sociedades cotizadas, el registro de anotaciones en cuenta hará las veces las funciones que suelen

En cuanto a la propia terminología de este contrato de sociedad, originalmente no existía la misma diferenciación entre los términos sociedad y compañía, usándose ambos términos indistintamente.⁴²⁹ Sin embargo, con el tiempo fueron surgiendo diferencias, quedando como término habitual el de “sociedad” tanto en nuestro Derecho como en otros países de nuestro entorno. Con él hacemos referencia a sociedad anónima y a la sociedad cotizada. Mientras que en países de origen anglosajón, el término que pervivió fue el de “compañía” o “corporación” (este último más habitual en los Estados Unidos). Algunos ejemplos son las referencias a normas cuya denominación es *Companies Act* o *Corporate Law*.⁴³⁰ Tampoco cabe confundir el término corporación o sociedad con la acepción económica de empresa.⁴³¹

corresponder a los libros de socios y los propios títulos, documentando la titularidad y a la vez legitimando a los accionistas. Sobre la legitimación de la titularidad en el Derecho de sociedades, v. PERDICES HUETOS, A. B., *El libro registro...*, cit., págs. 22-27. Sobre las anotaciones en cuenta pueden consultarse particularmente las págs. 225-230.

⁴²⁹ Los primeros contratos de sociedad mercantil en la Edad Media hacían referencia al término “compañía”, pero tras la aparición de las compañías de comercio en el siglo XVIII la literatura jurídica reservó el término de compañía para las primitivas sociedades anónimas (el equivalente a nuestras sociedades colectivas), separándolas de las sociedades, como agrupación de personas con el objetivo de realizar una actividad de comercio o negocio. V. HIERRO ANIBARRO, S., *El origen de la sociedad anónima en España*, Tecnos, Madrid, 1998, págs. 32-33.

⁴³⁰ ANSÓN PEIRONCELY, R., *La ley de sociedades anónimas de 1848*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, pág. 172. Aun así, puntualmente se pueden observar ejemplos de la utilización del término “compañía” en nuestro ordenamiento, destacando la propia definición de compañía en el art. 116 CCom. Ya desde la Ley de 17 de julio de 1951 sobre el régimen jurídico de las sociedades anónimas su utilización ha sido muy limitada, encontrándose la única referencia a compañía en el art. 102 *in fine* LSA 1951 al hacer referencia a la situación económica de la “compañía”. Sorprende, no obstante, que en la propia LSC aún recoja este término en dos ocasiones. Así, se utiliza en primer lugar al establecer ciertos supuestos en los que, para evitar posibles conflictos de interés, el administrador debe abstenerse de “*hacer uso de los activos sociales, incluida la información confidencial de la compañía, con fines privados*” (art. 229.1.c) LSC). También al regular la denominación de la “sociedad nueva empresa”, así, en el art. 435.2 LSC dice así: “*En la denominación de la compañía deberá figurar necesariamente la indicación «Sociedad Limitada nueva empresa» o su abreviatura «SLNE»*”.

⁴³¹ Sobre esta cuestión de confusión de términos se pronunció ALFARO en su blog Almacén de Derecho con el objeto de diferenciar entre los conceptos de “corporación” y “empresa”. Según este autor, mientras que la corporación hace referencia a un patrimonio separado que pertenece una persona jurídica independiente, aunque los propietarios finales sean los miembros de la corporación; la empresa es un concepto económico que hace referencia a la combinación de diversos factores productivos (ad.ex., la mano de obra, materias primas, capitales, etc.) con el objetivo de producir bienes o prestar unos servicios. Considera el autor que esta confusión, bastante habitual entre autores estadounidenses, se produce debido a que la propia doctrina del país no desarrolló su propia teoría de la personalidad jurídica y simplemente la importó; a la vez que se estaban produciendo las teorías económicas de la empresa, por lo que se produjo una cierta confusión entre

Como explicaremos con un poco más de detalle en el epígrafe siguiente, la propia práctica empresarial y su rápida evolución ha hecho que históricamente surjan diferencias entre las figuras jurídicas societarias existentes en cada momento, lo que plantea el problema de la atipicidad.⁴³² Y no hay que remontarse muchas décadas atrás para poder observar grandes modificaciones en las estructuras societarias; con la crisis económica de finales de la pasada década, el Derecho societario, y en particular los tipos societarios, también han visto evolucionar para adaptarse a la situación que les tocaba vivir.⁴³³ En este punto, destaca que herramientas creadas en el ámbito de las sociedades cotizadas se han extendido con el tiempo al resto de las sociedades de capital.⁴³⁴ Si bien en un principio esto puede no parecer lógico, desde un punto de vista económico y teniendo en cuenta la mayor tutela pública de estas sociedades, parece razonable utilizar las herramientas ya existentes, y de eficacia probada, en todo el conjunto de sociedades de capital.⁴³⁵

ambas. Lo cual también explicaría el tratamiento de carácter más económico que tienen las sociedades anónimas respecto de las sociedades cerradas y personalistas. V. ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Las corporaciones y las empresas no son lo mismo”, *Blog Almacen de Derecho*, 2017, consultado el 15 de diciembre de 2017 en <http://almacenederecho.org/las-corporaciones-las-empresas-no-lo/>.

⁴³² Con el objetivo de garantizar una cierta seguridad jurídica el legislador introdujo el principio de *numerus clausus* respecto a las formas societarias. Así, el legislador se reserva la capacidad de regular nuevas figuras societarias. De esta forma lo explica FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en derecho de sociedades*, Portico, Zaragoza, 1977, pág. 78 y ss. Esta regulación *numerus clausus*, sin embargo, no significa que exista un listado cerrado de tipos (o más bien formas) societarios, solamente que los particulares no tienen la potestad de crearlos por ellos mismos. No hay que olvidar que las propias sociedades de responsabilidad limitada hasta el año 1953 eran sociedades atípicas y que se constituían vía art. 1255 CC, v. GALEOTE MUÑOZ, M. DEL P., *Sindicatos de voto. El control de una sociedad conjunta*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2008, pág. 299 y ss. Sobre esta obra, destaca respecto a esta cuestión el análisis que hace la autora poco antes de presentar sus conclusiones y, en particular, en su nota al pie nº 100.

⁴³³ Si bien, en la rama del Derecho mercantil y, especialmente en el Derecho societario, parece que los juristas no apreciaron el contexto de la crisis financiera como un hecho relevante para la materia hasta pasados unos años. En la actualidad sí que se pueden apreciar grandes modificaciones y propuestas surgidas como consecuencia de la crisis económica iniciada en 2008, teniendo como punto de inflexión la aprobación de nuevas modalidades simplificadas de sociedades, v. EMBID IRUJO, J. M., “El Derecho de Sociedades ante la Crisis”, *CDC*, 59, 2013, págs. 15-70, págs. 21 y 62 y ss. Particularmente sobre la tipificación societaria y las nuevas modalidades consultar las págs. 36 y ss.

⁴³⁴ Muchos de los cambios en la regulación societaria tienen su origen en la práctica del mercado de valores. De la interrelación entre el Derecho de sociedades y el Derecho del mercado de valores han surgido numerosas propuestas económicas y jurídicas. (GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 20).

⁴³⁵ Este es el planteamiento que subyace en la reforma de la LSC de 2014 por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo,

Centrándonos ya en la sociedad cotizada en particular, no fue hasta finales del siglo XX y principios de nuestro siglo cuando surgió un verdadero interés por parte de la doctrina y del legislador por dar un tratamiento propio a la figura.⁴³⁶ La sociedad cotizada se había ido consolidando como una forma societaria diferenciada tanto desde el ordenamiento jurídico (en especial en la antigua LMV) como a través de la autorregulación de los códigos de buen gobierno corporativo. Este proceso hizo que las sociedades cotizadas cada vez tuvieran más diferencias respecto a la propia sociedad anónima no cotizada y que esta última, a su vez, se distinguiera cada vez menos respecto a las sociedades de responsabilidad limitada.⁴³⁷

tal y como se desprende en los primeros párrafos de su preámbulo. Análisis que también es seguido en la obra EMBID IRUJO, J. M., “El Derecho de Sociedades ante la Crisis”, cit., pág. 23 y ss. Sobre la cual hay que hacer especial referencia a la argumentación contenida en *Ibid.* pág. 26 dónde el autor recoge la definición de “Derecho de sociedades en crisis” centrándose, por un lado, en la tipificación societaria (por un lado la tradicional dualidad sociedad de responsabilidad limitada-sociedad anónima y por otro el concepto unitario) y, por otro lado, en la interpretación de esta cuestión por parte del análisis económico del Derecho.

Sobre esta cuestión también habla FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “La dualidad de tipos de Sociedades de Capital: análisis y perspectivas”, en AA.VV., *La modernización del Derecho de sociedades de capital en España*, C. Alonso Ledesma, A. Alonso Ureba, G. Esteban Velasco, (dirs.), Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 49-58, págs. 49-53. El autor en este caso se centra en señalar la dificultad de considerar el Derecho societario como una unidad tipológica (propia del derecho anglosajón) y que tradicionalmente ha sido defendida, entre nosotros, por ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á. J., “La sociedad anónima como problema”, *RDMV*, 187-188, 1988, págs. 7-34, págs. 8-9, 16, 30.

Sin embargo, como es lógico, no faltan críticas a este proceso jurídico expansivo. Y es que, en algunas ocasiones, no se puede pretender que recomendaciones ajustadas para las sociedades cotizadas, sociedades que tienen una idiosincrasia propia y que además en algunos casos incluso eran meras recomendaciones de los códigos de buen gobierno corporativo, pasen a aplicarse de forma impositiva a todos los tipos sociales, sin ningún tipo de adaptación. Así, ad.ex., respecto a la nueva regulación del art. 160.f LSC, se critica que se ha incurrido en este tipo de errores al pretender su aplicación al conjunto de las sociedades por ESTEBAN VELASCO, G., “Distribución de competencias entre la Junta General y el órgano de Administración, en particular las nuevas facultades de la Junta sobre activos esenciales”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 29-89, pág. 38.

⁴³⁶ Algunos autores incluso defienden que la regulación de las sociedades cotizadas debería ser autónoma, como EMBID IRUJO, J. M., “El Derecho de Sociedades ante la Crisis”, cit., págs. 50-51.

⁴³⁷ Sobre la polémica en torno si es un tipo propio o un subtipo de la sociedad anónima v. GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 20, el cual recoge las diversas posiciones doctrinales a nivel internacional. A nivel nacional, sobre este proceso por el que las de sociedades anónimas no cotizadas se parecen cada vez más a las sociedades de responsabilidad limitada, destaca lo expuesto en la obra de SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., págs. 111-112.

Este hecho hizo que surgiera la clasificación entre sociedades abiertas y sociedades cerradas, o lo que es lo mismo, la diferenciación entre sociedades cotizadas y las sociedades anónimas cerradas y las sociedades de responsabilidad limitada.⁴³⁸ La diferenciación ya no se encuentra en el tipo social elegido, sino más bien en la propia regulación interna de la sociedad y en la admisión o no a negociación de sus acciones.⁴³⁹

⁴³⁸ Esta denominación de sociedad abierta, y en concreto de sociedad abierta de capital disperso, llegó a nuestra doctrina de la mano de PAZ-ARES, al hablar sobre el trabajo de EISENBERG (PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “Reflexiones sobre la distribución de poderes en la moderna sociedad anónima”, *RDM*, 146, 1977, págs. 563-599, pág. 565).

De forma breve podemos decir que, las sociedades cerradas suelen tener una base accionarial bastante estable, con un número reducido de socios, siendo en muchas ocasiones de origen familiar. Mientras, las sociedades cotizadas o abiertas tendrán frecuentemente un capital más disperso, un número de accionistas mayor, así como una mayor variedad de accionistas, desde pequeños accionistas que varían constantemente (que son en realidad pequeños inversores), pasando por accionistas significativos y hasta bloques accionariales de control o mayoritarios, tal y como hemos descrito en el epígrafe 3.2. del capítulo I.

Teniendo en cuenta el tipo de estructuras accionariales que presentan estas organizaciones, podemos decir que las sociedades cerradas, celosas de su privacidad, suelen incluir cláusulas estatutarias que restringen la libre transmisión de las acciones, de forma que puedan controlar quién adquiere la posición de socio. Es habitual, asimismo, que los socios se obliguen no solo a realizar las aportaciones de capital sino también a prestaciones accesorias y que el carácter de las juntas generales de accionistas tengan mayor trascendencia. Mientras que en las sociedades cotizadas, como hemos adelantado epígrafes precedentes, debido a sus características propias, su tamaño y su estructura accionarial, será menos habitual que la junta general pueda ejercer algún tipo de control sobre el consejo de administración. En estas sociedades se impedirá el establecimiento de limitaciones a la transmisibilidad de sus acciones con el objetivo de mantener su carácter abierto. (v. QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 27).

⁴³⁹ Destaca en este punto una de las reflexiones que se incluían en el Informe del Grupo de Reflexión de expertos en Derecho de sociedades (EUROPEAN COMMISSION INTERNAL MARKET AND SERVICES, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, de 5 de abril de 2011, cit., págs. 8-10). El Informe señala, de forma correcta, que el origen de la distinción entre sociedades públicas o privadas (para referirse a sociedades abiertas o cerradas) se encuentra en la aun existente diferencia entre aquellas compañías con un gran volumen de accionistas dispersos frente a las pequeñas sociedades con un círculo cerrado de socios. Sin duda, el régimen jurídico de las primeras no pueden ni deben ser el mismo que el de una pequeña empresa cerrada.

Sin embargo, el sistema jurídico tradicionalmente aplicable venía vinculado a la elección del tipo societario (sociedad anónima o sociedad de responsabilidad limitada) y no necesariamente a su estructura accionarial, cuando debería ser al contrario. Así, ad.ex., una sociedad anónima puede no estar cotizada y tener un único accionista o, por otro lado, desde ya unos años, las sociedades de responsabilidad limitada puede emitir obligaciones, facultad que solía estar reservada a las sociedades anónimas. Así rezaba el art. 402. LSC, antes de su derogación por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial: “*La sociedad de responsabilidad limitada no podrá acordar ni garantizar la emisión de obligaciones u otros valores negociables agrupados en emisiones*”, eliminándose, como decimos, en 2015. No obstante, se mantiene la previsión del art. 92.2 LSC por la que las participaciones sociales no podrán estar representadas por medio de títulos o anotaciones en cuenta, ni tener la consideración de valores negociables (ZUNZUNEGUI

PASTOR, F., “Sociedad cotizada en bolsa”, en AA.VV., *GPS Derecho de Sociedades*, M.I. Candelario Macías (dir.), 3ª Ed, Tirant lo Blanch, Valencia, 2018, págs. 459-496, pág. 459).

El propio Consejo de Estado al analizar el APLCM señaló que, en la práctica, la diferencia de carácter abierto y cerrado de las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada respectivamente ya no era para nada absoluta, pudiendo utilizarse ambas formas sociales para cubrir las mismas necesidades si se configuran de forma adecuada. Esto parece llevar a una necesaria reordenación de las tipologías de las sociedades mercantiles, más aun cuando la mayoría de las sociedades que se constituyen hoy en día son sociedades de responsabilidad limitada, tanto por su procedimiento de constitución más sencillo como por su gestión posterior.

Así, podemos hacer referencia a las estadísticas disponibles. En primer lugar a las que recoge el Instituto Nacional de Estadística (INE), el cual refleja que en 2017, según los últimos datos disponibles sobre empresas activas según su condición jurídica, tenemos actualmente constituidas 1,16 millones de sociedades de responsabilidad limitada en nuestro país, lo que representa el 75,7% de las sociedades existentes, mientras que las sociedades anónimas son 81.954, lo que representa un 5,3% de las sociedades. Además, si únicamente tenemos en cuenta las sociedades de capital, omitiendo otros tipos de organizaciones como son las sociedades personalistas, cooperativas, comunidades de bienes o asociaciones, las sociedades de responsabilidad limitada representarían el 93,4% del conjunto de sociedades de capital. Mientras que en 1999, a efectos de conocer la evolución del crecimiento de las sociedades de responsabilidad limitada, estas eran 559.483, menos de la mitad de las que son actualmente, representando un 80,7% de las sociedades de capital; siendo las sociedades anónimas un 19,25%, con un total de 133.410.

De igual forma se refleja este hecho en las Estadísticas Mercantiles Anuales que publican desde el Colegio de Registradores de España. En concreto, en las últimas estadísticas del ejercicio 2017 (http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/mercantil/estadistica%20mercantil/Estadistica_Mercantil_2017.pdf), se describe que el 99% de las sociedades mercantiles constituidas durante dicho ejercicio fueron sociedades de responsabilidad limitada (págs. 15 y 18); de forma que de las aproximadamente 95.000 sociedades constituidas, 93.803 eligieron ese tipo societario, 410 se constituyeron como sociedad anónima y 785 optaron por otros tipos. La relación de entidades que se engloban bajo la expresión “otros tipos de sociedades” se recoge en la pág. 28, destacando, por su volumen, la presencia de las sociedades civiles, las agrupaciones de interés económico y las sociedades colectivas.

Obviamente la sociedad cotizada queda fuera de este dilema pues su carácter si es abierto indubitadamente. Asimismo, podemos señalar que es probable que la cada vez mayor presencia de las sociedades de responsabilidad limitada, también puede haber ayudado a reducir la utilización de sociedades anónimas cerradas, quedando las sociedades anónimas casi limitadas a su constitución únicamente cuando van a ser sociedades cotizadas. Por último, también es reseñable la mencionada apertura de las sociedades de responsabilidad limitada a la posibilidad de emitir obligaciones u otros valores, aspecto que las diferenciaba de las sociedades anónimas cerrada, como un factor determinante para entender la menor utilización de las de sociedades anónimas. Si juntamos todos estos factores parece que en un futuro va a ser ineludible realizar una reforma de las tipologías societarias tal y como adelantaba el Consejo de Estado en su Dictamen (Dictamen del Consejo de Estado sobre el APLCM de 29 de enero de 2015, núm. 837/2014, el cual puede consultarse en <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=CE-D-2014-837>).

La distinción tradicional por tipos societarios es, pues, cada vez es menos significativa, siendo más relevante diferenciar entre aquellas sociedades que tienen o no sus acciones admitidas a negociación en mercados regulados. V. EUROPEAN COMMISSION INTERNAL MARKET AND SERVICES, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, de 5 de abril de 2011, cit., pág. 8.

Sin embargo, la mayoría de la doctrina sigue considerando que, a pesar de las obvias disparidades entre las sociedades anónimas no cotizadas y las que sí, las sociedades cotizadas no dejan de ser un subtipo dentro del tronco común de la sociedad anónima, como así interpretó primeramente SÁNCHEZ CALERO.⁴⁴⁰

Su especialidad se justificaba también por su sometimiento a una doble regulación no solo societaria, sino también proveniente del Derecho del mercado de valores.⁴⁴¹

En esta línea también se encontraban las reflexiones del Informe Winter, cuando en él se señala que habitualmente la separación entre sociedades abiertas y las sociedades cerradas es una separación más bien artificial. Por lo que debemos estar al verdadero funcionamiento y no solo a la forma escogida (HIGH-LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Winter Report - Report of the High Level Group of Company Law Experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*, 4 de noviembre de 2002, pág. 39, consultado el 28 de mayo de 2017 en http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf).

⁴⁴⁰ Sobre la consideración de la sociedad cotizada como subtipo y su descripción, por todos, el discurso del Prof. SÁNCHEZ CALERO con ocasión de su nombramiento como académico de número en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, leído el 26 de marzo de 2001, SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., pág. 25. Si bien, parte de su trabajo fue anticipado previamente en: SÁNCHEZ CALERO, F., “Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho español”, *RDBB*, 44, 1991, págs. 909-938, o en su también ampliamente reconocida obra SÁNCHEZ CALERO, F., “Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho español”, en AA.VV., *Estudios de Derecho bancario y bursátil: Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, A. Polo Díez (coord.), vol. III, La Ley, Las Rozas (Madrid), 1994, págs. 2361-2385.

En concreto sobre la cuestión que nos ocupa, la consideración de la sociedad cotizada como subtipo, el Prof. SÁNCHEZ CALERO defiende que las especialidades normativas no deben terminar simplemente en el hecho de recoger normas esporádicas en los textos normativos existentes, sino que la evolución de esta forma societaria hace necesaria la existencia de una regulación sistemática propia como ha venido produciéndose en algunos países europeos. Hay que tener en cuenta que las estructuras de las grandes sociedades anónimas difieren de forma absoluta respecto a la sociedad media española, alejándose también de la concepción tradicional del interés social (v. SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., pág. 27-29; 125-127).

Así SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, sobre el último aspecto, también se planteaba “¿Cómo va poder considerarse que el interés social es la adición de los múltiples intereses de los socios en el caso de las grandes sociedades con miles de accionistas?”, señalándose también la imposibilidad de trabajar con un concepto de interés social unitario. Incluso ese concepto requiere de algún tipo de matiz a la hora de hablar de sociedades cotizadas y la necesidad de que este concepto sea matizado (v. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “El interés social...”, cit., págs. 1690-1692).

También defienden esta postura gran parte de la doctrina mercantilista, como es el caso de ÁLVAREZ-MANZANEDA, C. R., “Análisis jurídico de las obligaciones de naturaleza informativa de las sociedades cotizadas”, *RDBB*, 146, 2017, págs. 63-111, pág. 70 y los trabajos recogidos en su nota al pie nº 3 en la cual se incluyen algunos de los principales autores que defienden esta interpretación.

⁴⁴¹ Así, las sociedades cotizadas estarían sometidas a lo que podríamos denominar Derecho bursátil o Derecho del mercado de valores. Sobre la primera acepción, uno de sus promotores fue SÁNCHEZ ANDRÉS,

Podemos afirmar que, desde su origen, su evolución ha estado ligada a la propia evolución del Derecho de sociedades y del Derecho del mercado de valores.

Las sociedades cotizadas, como decíamos, son un tipo de sociedad abierta, siendo una de sus principales características el hecho de tener un número elevado de accionistas, aspecto que causa el fenómeno de la despersonalización de la condición de socio.⁴⁴² Estos socios ya no van a estar siempre involucrados en el devenir de la sociedad, sino que en muchas ocasiones únicamente va estar preocupado por la cotización de sus acciones.⁴⁴³ Aspecto que será imprescindible tener en cuenta a la hora de regular el régimen de estas sociedades.

Actualmente el concepto normativo de sociedad cotizada lo encontramos en el art. 495.1 LSC; el primero del Título XIV de la LSC relativo a Sociedades anónimas

haciendo referencia a un conjunto de principios, que si bien no representaría una nueva rama del Derecho, su sistematización sería de gran utilidad dado el carácter técnico de la materia (v. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “En torno al concepto, evolución y fuentes del derecho bursátil en el sistema jurídico español”, *RDM*, 155, 1980, págs. 7-70, pág. 2-3). Su contenido incluiría tanto preceptos propios del derecho privado, dado su función económica, como también de origen público, ya que el interés público tiene un especial carácter ordenador en esta materia.

En la actualidad es más común que se haga referencia al concepto de Derecho del mercado de valores, o de forma más amplia Derecho del mercado de instrumentos financieros como utiliza a veces TAPIA HERMIDA (v., ad.ex., TAPIA HERMIDA, A. J., “Las sociedades cotizadas: noción y estatuto jurídico”, n° 26, 2010, págs. 1-19, pág. 5, consultado el 5 de julio de 2017 en <https://eprints.ucm.es/9896>; TAPIA HERMIDA, A. J., “La nueva arquitectura del Derecho Comunitario del Mercado de Valores. Comentario urgente a los Reglamentos y Directivas sobre el mercado de instrumentos financieros y el abuso de mercado.”, *RDMV*, 14, 2014, págs. 1-57, pág. 5). Como él mismo define, podemos entender el Derecho del mercado de instrumentos financieros como “*el conjunto de normas que regulan la emisión, la intermediación, la negociación y la inversión en valores negociables y otros instrumentos financieros y establecen el régimen de los intermediarios y de los mercados primarios y secundarios de valores*” (TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual de Derecho del Mercado Financiero*, cit., pág. 253).

Teniendo en cuenta esta definición, no parece que esta regulación sea suficiente para las sociedades cotizadas, sino que continuará siendo necesaria la aplicación de las normas propias del Derecho societario. Así parece reconocerlo además el propio legislador cuando en el apartado IV de la Exposición de Motivos de la LSC indica que “*la regulación de las sociedades cotizadas quedará sistematizada, por una parte, en este texto refundido, para recoger los aspectos económicos eminentemente societarios y, por otra, en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, donde aparece la regulación de la vertiente financiera de este tipo de sociedades, presidida fundamentalmente por el principio de transparencia para asegurar el buen funcionamiento de los mercados y la protección al inversor*”. Interpretación que iría más en la línea del concepto que introducía SÁNCHEZ ANDRÉS.

⁴⁴² TAPIA HERMIDA, A. J., “Las sociedades cotizadas...”, cit., pág. 7.

⁴⁴³ SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., págs. 31-32.

cotizadas.⁴⁴⁴ La definición, si bien es concisa, señala claramente su carácter como sociedad anónima y su especialidad por el hecho de tener las acciones “*admitidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores*” (actualmente un mercado regulado).⁴⁴⁵ Como vemos será esta segunda característica la que define la necesidad de separar en cierta medida la regulación de estas sociedades de las sociedades anónimas cerradas que no apelan al ahorro público para su financiación.⁴⁴⁶ Es por esto también por lo que las sociedades cotizadas se someten al TRLMV, sus disposiciones de desarrollo y la normativa europea sectorial.

⁴⁴⁴ Anteriormente, este régimen se encontraba en el art. 111.1 de la LMV al señalar el ámbito de aplicación del Título X, sobre las sociedades cotizadas (v. TAPIA HERMIDA, A. J., “Las sociedades cotizadas...”, cit., pág. 8). Este Título X fue introducido la Ley 26/2003, de 17 de julio, norma que tenía como objetivo principal reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

Esta normativa de 2003, junto a otras en la misma línea, fueron el fruto de una reforma generalizada a nivel mundial que se produjo tras los escándalos contables y financieros de Enron (2001) y Parmalat (2003). En los Estados Unidos se aprobó en 2002 la *Sarbanes-Oxley Act*, mientras en nuestro país se aprobaba la Ley 44/2002, de 22 de noviembre por la que se estableció la obligatoriedad de contar con un comité de auditoría en el consejo de administración de las sociedades emisoras de valores. Fue la primera vez que en nuestro ordenamiento una Recomendación de un Código de Buen Gobierno Corporativo, en este caso del Código Olivencia, pasaba a convertirse en Derecho positivo (DE CARLOS BERTRÁN, L., “La sociedad cotizada”, *AJUM*, 39, 2015, págs. 31-42, pág. 33). Todo esto parece indicar que el legislador español solo actúa en esta materia cuando se producen escándalos o crisis, o cuando lo exige la normativa emanada por la Unión Europea.

Con la aprobación de la LSC el contenido del título X de la LMV fue incorporado al Texto Refundido, derogándose ese articulado de la norma anterior. Como bien señala la Exposición de Motivos de la LSC, esta refundición buscaba evitar problemas de contenido (incluyendo “*descoordinaciones, imperfecciones y lagunas*”) que se producían por la difícil coordinación a través de la técnica de repetición de normas y las remisiones entre las diversas regulaciones relativas a las sociedades cotizadas (tal y como se recoge en el tercer párrafo del apartado I de la Exposición de Motivos de la LSC).

⁴⁴⁵ Con motivo de la transposición de la MiFID II se ha modificado el concepto de mercado oficial por el de mercado regulado (v. la disposición adicional 3ª del RD-ley 21/2017). El concepto de mercado regulado (anteriormente en nuestro territorio se denominaban mercados secundarios oficiales de valores) se encuentra en el art. 43 TRLMV. Los mercados regulados españoles incluyen las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, los Mercados de Futuros y Opciones y el AIAF. También se refiere a estos el RD-ley 21/2017 al hablar en su disposición adicional 3ª de los mercados regulados existentes en nuestro ordenamiento.

⁴⁴⁶ SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., pág. 117. Sin embargo, hay que recordar que las sociedades anónimas ya no son las únicas que pueden captar ahorro del público, pues hoy en día también las sociedades de responsabilidad limitada pueden emitir obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda.

En cuanto a la estructura organizativa de las sociedades cotizadas, podemos distinguir necesariamente dos órganos: la junta general (art. 159 LSC, y los arts. 511 *bis* y ss. respecto a sus especialidades en este subtipo societario) y el consejo de administración (art. 529 *bis* LSC). Desde hace décadas la importancia de la junta general dentro de las sociedades cotizadas ha ido disminuyendo considerablemente, hasta el punto de llegar a considerarse que se encuentra en crisis.⁴⁴⁷ Sobre esta crisis y como ha afectado la creciente presencia de los inversores institucionales en el seno de la junta general de accionistas trataremos más adelante.

Respecto al consejo de administración podemos subrayar que, con los años, se ha ido convirtiendo prácticamente en el único órgano con poder dentro de la sociedad cotizada, al ir asumiendo cada vez más facultades y reduciéndose la capacidad de control sobre el mismo por parte de la junta.⁴⁴⁸ Debido, precisamente, al desequilibrio entre ambos órganos de la sociedad, surgió el movimiento de gobierno corporativo, que tiene como una de sus consecuencias la redacción de los códigos de buen gobierno corporativo. Estos códigos se centran, por tanto, en establecer recomendaciones y límites de forma que se pueda encauzar la conducta del consejo.⁴⁴⁹

Para finalizar este apartado, nos gustaría señalar que por sociedad cotizada en los Estados Unidos entenderemos aquella que tenga admitidas a negociación sus acciones en al menos una bolsa de valores o en mercados regulados extrabursátiles.⁴⁵⁰ La forma más habitual de salir a bolsa para estas sociedades será a través de una oferta pública sea de suscripción o de venta de valores (OPS o OPV, o en inglés “*initial public offering*”, *IPO*).⁴⁵¹ En los Estados Unidos las sociedades cotizadas están sujetas, por un lado, a la

⁴⁴⁷ SÁNCHEZ CALERO, F., “Presente y futuro de la Junta General: propuestas de reforma”, en AA.VV., *La Junta General de las Sociedades de Capital*, F. Rodríguez Artigas, I. Farrando Miguel, F. González Castilla, R. Tena Arregui, (coords.), Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, págs. 121-137.

⁴⁴⁸ Sobre esta cuestión hablaremos al tratar la crisis de la junta general de accionistas en el epígrafe 9 del capítulo III de esta tesis.

⁴⁴⁹ SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., págs. 226-227.

⁴⁵⁰ Sobre la naturaleza jurídica y la finalidad de la “*Corporation*” estadounidense, v. el análisis realizado por ZABALA ORTIZ DE LA TORRE, I., *Gobierno corporativo...*, cit., pág. 97 y ss.

⁴⁵¹ Su regulación la encontramos en las siguientes normas: *Securities Act* de 1933 y en la *Securities Exchange Act* de 1934 (15 U.S.C.A. §§ 78a-78kk). Sobre el funcionamiento de las OPVs en los Estados

regulación federal y, por otro, a la regulación estatal.⁴⁵² Estas normas, a su vez, se complementan con las normas de gobierno corporativo exigidas por los dos grandes mercados de valores (NYSE y NASDAQ), disposiciones sobre las que volveremos en el epígrafe 4.3 de este capítulo.

3.- Breve referencia histórica a la sociedad anónima cotizada en España

Sin duda un análisis histórico puede ser de ayuda para entender la evolución del régimen de las sociedades anónimas y, en especial, de la gran sociedad. No obstante, este no es el objeto de esta tesis, por lo que en este punto, sobre aquellas cuestiones que no se cubran en este epígrafe, nos remitimos para mayor abundamiento al excelente trabajo sobre el origen de las sociedades anónimas en nuestro Derecho, y en concreto al capítulo primero sobre la compañía privilegiada de HIERRO ANIBARRO.⁴⁵³

Unidos y su relación con el gobierno corporativo de las sociedades, v. MACEY, J. R., “The Politicization of Corporate Governance”, *Va. L. & Bus. Rev.*, 1, 1, 2006, págs. 10-54, págs. 39-40. En España destacan las obras de PALÁ LAGUNA, R., *Las ofertas públicas...*, cit. y DE CARLOS BERTRÁN, L., *Regimen jurídico de...*, cit.

⁴⁵² No obstante, podemos indicar que, desde hace un siglo, la prevalencia es de la regulación estatal a pesar de los intentos por incrementar el valor de las normativas de origen federal. Así, en 1927, RIPLEY, W. Z., *Main street and Wall street*, Little, Brown, and Company, Boston, 1927, pág. 24, ya diferenciaba ambos niveles normativos indicando que el nivel federal estaba restringido principalmente a las relaciones externas y a materias de comercio interestatal, dejando una cuasicompleta soberanía a los estados federales para regular el resto de relaciones societarias. El Prof. RIPLEY es probable que fuera el mayor crítico de las prácticas que se realizaban en Wall Street en la época y el poco control que tenía el sistema normativo sobre ello (como se señala en COFFEE, JR., J. C., “The Rise of Dispersed Ownership...”, cit., pág. 34).

Teniendo en cuenta que las diferencias entre ambos sistemas se encontraban en la gran separación geográfica entre las diversas regiones de los Estados Unidos, hoy en día, con el omnipresente Internet; podemos afirmar que estas barreras geográficas han ido disminuyendo para convertirse en un único mercado y, por tanto, es más difícil justificar los diferentes sistemas normativos federales y estatales. Dentro ya de este mercado único, se fue haciendo más fácil realizar negocios entre los distintos estados, incluso simplemente llevarse la “sociedad” al otro lado de la frontera cuando se tenía algún problema con las autoridades estatales. Así, incluso ya en 1927, era clave la diferente regulación tributaria y societaria entre los estados a la hora de decidir dónde establecer una compañía. Cuestión que se sigue ocurriendo nuestros días, como veremos más adelante al hablar de la regulación estatal y el “*race to the bottom*”.

⁴⁵³ V. HIERRO ANIBARRO, S., *El origen de...*, cit., pág. 31 y ss.

CAPÍTULO II - LA SOCIEDAD ANÓNIMA COTIZADA Y EL GOBIERNO CORPORATIVO: CONCEPTO Y RÉGIMEN JURÍDICO

El origen de las sociedades anónimas actuales se remonta al siglo XVI, con la aparición de las compañías de indias.⁴⁵⁴ Sin embargo, hoy en día este embrionario sistema organizativo queda ya lejos de las actuales sociedades anónima. Y es que las sociedades, tal y como las conocemos en la actualidad, son fruto de un largo proceso de codificación que se inició en el siglo XIX.⁴⁵⁵

Desde sus inicios, las sociedades anónimas han sido uno de los mejores instrumentos para captar grandes cantidades de capital y las estructuras idóneas para acometer grandes inversiones.⁴⁵⁶ Con el aumento del tráfico de ultramar durante el siglo

⁴⁵⁴ En concreto, sobre las diversas teorías sobre el origen de las compañías de comercio, v. HIERRO ANIBARRO, S., *El origen de...*, cit., págs. 50-72. Particularmente sobre las compañías holandesas, el germen de nuestras sociedades anónimas actuales, v. *Ibid.* pág. 84 y ss.

⁴⁵⁵ Tras este proceso, la nueva configuración jurídica de las sociedades rompió con todos los esquemas previamente conocidos y, en particular, con su antecedente directo, las compañías de comercio. La extensión de las actividades económicas realizadas por las compañías mercantiles y la intervención de la burguesía hizo surgir las primeras sociedades por acciones. Asimismo, con la codificación de este último subtipo surgió lo que actualmente conocemos como sociedad anónima. Siendo el Prof. GARRIGUES, El primer autor español que diferenció las distintas fases del proceso de positivación del Derecho de sociedades anónimas fue el (v. GARRIGUES, J., *Tratado de Derecho Mercantil*, vol. 2 T.I, Revista de Derecho Mercantil, Madrid, 1947, pág. 617 y ss). Poco tiempo después también podemos incluir entre la doctrina clásica sobre la sociedad anónima, LANGLE Y RUBIO, E., *Derecho Mercantil español*, Ed. Bosch, Barcelona, 1950, pág. 494 y ss.

Estas compañías vinculadas al descubrimiento de América tendrán un carácter semipúblico pues son constituidas por los propios Estados soberanos (entre otros, v. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., “La defensa del interés social y la titularidad del patrimonio social como elementos determinantes del gobierno corporativo”, en AA.VV., *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, A. Martínez-Echevarría y García de Dueñas (dir.), Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2015, págs. 89-127, págs. 94-95). Así, en la primera etapa se recoge el periodo durante el cual las sociedades anónimas se constituían mediante un privilegio legislativo, el sistema de concesión o “*Octroi*”, por el cual las sociedades eran consideradas filiales del Estado. En la segunda fase se incluye el sistema de previa autorización gubernativa, por el cual se empieza a introducir un cierto componente codificado y una mayor libertad para constituir las sociedades (sobre este reconocimiento en la codificación v. LANGLE Y RUBIO, E., *Derecho Mercantil español*, cit., pág. 494 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., pág. 41).

Para terminar, la última fase hace referencia al sistema de disposiciones normativas, en nuestro régimen actual, sistema por el cual se liberaliza la posibilidad de constituir las sociedades anónimas, teniendo como límites ya no una previa autorización (salvo algunos supuestos especiales como son los bancos o las entidades aseguradoras) sino una serie de normas coactivas respecto a la suscripción y aportación del capital. Para más detalles sobre este proceso de codificación v. ANSÓN PEIRONCELY, R., *La ley de sociedades anónimas de 1848*, cit., págs. 38-39; HIERRO ANIBARRO, S., *El origen de...*, cit., págs. 39-44 y 195-197.

⁴⁵⁶ Entre otros, QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 45.

XVIII y el desarrollo industrial del siglo XIX los tamaños de las empresas, los capitales necesarios y los riesgos que estas asumían hacían inviable la utilización de las tipologías clásicas de sociedades, por lo que fue necesario desarrollar nuevos tipos de sociedades con un número considerable de socios, que serían titulares de acciones representativas de partes del capital.⁴⁵⁷

En el ordenamiento jurídico español, al igual que en el de otros países del entorno europeo, las sociedades anónimas se consolidaron en el siglo XIX como un tipo societario inspirados en los principios liberales de derecho de la época.⁴⁵⁸ Proceso que se afianzó, ya en el siglo XX, con la aprobación de la LSA en 1951.⁴⁵⁹

Estas primeras sociedades anónimas estarán especialmente vinculadas al concepto de gran empresa, especialmente desde que ya no son solo mercaderes los que invertían sus ahorros en ellas. Con la llegada de la sociedad anónima moderna, destaca el Prof. GIRÓN, se abrió la puerta al “*público extraño a la profesionalidad empresarial [lejos ya del] punto de vista protector de la particular peligrosidad de este llamamiento de capitales. La idea de una pequeña sociedad anónima no aparece, ni siquiera como una fórmula posible, porque precisamente la individualidad de cada empresa aparece asociada con su interés general y con su magnitud y el sector de aplicación jurídico privado tiene una importancia todavía menor*”.⁴⁶⁰

Con el tiempo, la pequeña burguesía también adaptaría la figura de la sociedad anónima para ajustarla a su realidad comercial mientras, de forma paralela se producía la

⁴⁵⁷ SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., pág. 39.

⁴⁵⁸ HIERRO ANIBARRO, S., *El origen de...*, cit., pág. 44; TAPIA HERMIDA, A. J., “Institutional Investors and Corporate...”, cit., págs. 399-464.

⁴⁵⁹ Uno de los principales impulsores de la nueva regulación de las sociedades anónimas en el siglo XX fue el propio Prof. GARRIGUES y su renombrada obra *Nuevos Hechos, Nuevo Derecho de Sociedades Anónimas*. Este aspecto revolucionario se recoge en su libro homenaje por FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “Su libro «Nuevos hechos nuevo Derecho de la Sociedad Anónima» como impulso a la reforma de la Sociedad Anónima”, en AA.VV., *Joaquín Garrigues, jurista y universitario ejemplar*, A. Sánchez de la Torre (dir.), Servicio de publicaciones Facultad de Derecho - Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 1996, págs. 245-254.

⁴⁶⁰ GIRÓN TENA, J., “Las Sociedades mercantiles en el Código de Comercio”, en AA.VV., *Centenario del Código de Comercio*, vol. 1, Centro de Publicaciones del Ministerio de Justicia, Madrid, 1986, págs. 167-209, págs. 192-193.

democratización de la sociedad anónima.⁴⁶¹ Así, por un lado surgió un tipo societario totalmente nuevo, que permitió aprovechar las ventajas organizativas del capital de las sociedades anónimas, pero con mayor flexibilidad para definir los derechos y obligaciones de los socios a la vez que se reducían los riesgos de quiebra y los grandes volúmenes de capital e intereses asociados a las sociedades anónimas, nos referimos a las sociedades de responsabilidad limitada.⁴⁶²

Volviendo a nuestro objeto del análisis, las sociedades cotizadas en el mercado bursátil, tenemos que hacer referencia al hecho de que, desde el principio, la sociedad anónima ha sido un instrumento de captación de capitales idóneo para la organización de grandes empresas, de ahí que los mercados de valores fueran el cauce natural para cubrir sus necesidades de financiación.⁴⁶³ Mediante la utilización de los recursos que ofrecen las Bolsas, estas sociedades pueden aprovecharse de una forma de transmisión de la titularidad de la acción más sencilla, rápida y segura, lo que les permitirá capitalizarse con mayores volúmenes y de forma más eficiente, al poder apelar a mayor número de posibles inversores.⁴⁶⁴

A mediados del siglo XX, las grandes sociedades habían alcanzado ya una gran importancia social. Debido a la creciente presencia de las mismas entre el público en general, ya durante las primeras décadas del siglo, se produce la introducción de un mayor intervencionismo por parte del Estado en las sociedades anónimas, con el fin de proteger

⁴⁶¹ Proceso por el que las sociedades dejaron de ser compañías de privilegios para ser organismos democráticos, donde era la voluntad de los socios la que regía las mismas en igualdad de derechos. V. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., “La defensa del interés social...”, cit., págs. 95-96.

⁴⁶² Algunos autores durante mucho tiempo señalaron erróneamente a Inglaterra como el origen de estas sociedades de responsabilidad limitada, allí denominadas "*private companies*", vinculadas a la ya reseñada Sentencia del Caso Salomon Vs. Salomon (1896) en el epígrafe 6.1. del capítulo I. Sin embargo, el verdadero origen de este tipo societario lo encontramos en Alemania. Fue allí donde se reguló unos pocos años antes, ya bajo la actual denominación, la “sociedad de responsabilidad limitada”, por la Ley General de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 20 de abril de 1892, en alemán *Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, más conocida por sus siglas GmbH. V. HOPT, K. J., “Directors’ Duties and Shareholders’ Rights in the European Union: Mandatory and/or Default Rules?”, *ECGI Working Paper Series in Law*, N°312, 2016, pág. 4, consultado el 2 de noviembre de 2017 en <http://ssrn.com/abstract=2749237>.

⁴⁶³ GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 19.

⁴⁶⁴ QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 26.

los intereses de sus accionistas.⁴⁶⁵ La evolución de la bolsa en España durante la mayor parte de ese siglo fue creciendo de una forma moderada hasta la adhesión de nuestro país a la Unión Europea en 1986, momento a partir del cual, el crecimiento fue incluso superior gracias, especialmente, a la apertura del mercado y a los capitales extranjeros.⁴⁶⁶ Al calor de este considerable crecimiento de las sociedades cotizadas, en 2003 se consagra la regulación jurídica de la misma como un subtipo especial de sociedad anónima que apela al ahorro del público dentro de la LMV.⁴⁶⁷

⁴⁶⁵ El Estado ya no solo controlará las sociedades que tienen por objeto bienes públicos, como son las concesionarias de obras públicas, sino todas las sociedades anónimas. Los poderes públicos pretenden proteger los derechos privados de los accionistas, intentando encontrar un punto medio entre el liberalismo y el intervencionismo, v. GARRIGUES, J., *Nuevos hechos...*, cit., pág. 35. Al plantear estas ideas, parece como si el Prof. GARRIGUES siguiera hablando, casi un siglo después, de las mismas necesidades que tenemos actualmente, del tan necesario equilibrio para un correcto funcionamiento del mercado, equilibrio que aun parece difícil decir exactamente como se podría alcanzar.

⁴⁶⁶ Tomando la evolución del Ibex-35 como referencia, en sus poco más de 25 años de historia (teniendo en cuenta que este índice nació el 14 de enero de 1992), la capitalización se ha multiplicado por diez y el índice se ha revalorizado un 255%. V. ROMERO MORENO, R., “Evolución del Ibex-35”, *eXtoikos*, 8, 2012, págs. 107-108 y SALMERON, C., “Futuro sobre el IBEX 35: 25 años de historia”, *BME-Estudios y Publicaciones*, 2017, pág. 1. Sobre los valores expuestos y su evolución se puede consultar también EXPANSIÓN, “El Ibex multiplica por diez la capitalización en sus 25 años de historia”, 13 de enero de 2017, consultado el 15 de febrero de 2018 en <http://www.expansion.com/mercados/2017/01/13/5877787046163f5e6e8b45f0.html>.

Sin embargo, todo no es positivo. Esta mayor apertura hacia los mercados internacionales también llevaba aparejada que las crisis mundiales tengan mayor afectación sobre nuestros índices y nuestra economía en general. Así, la primera gran crisis que tuvo un verdadero efecto sobre nuestra Bolsa fue el *crack* de la Bolsa de Nueva York de 1987. Seguidas por la crisis derivada de la invasión de Kuwait (1990), el no Danés al Tratado de Maastricht (1992), las devaluaciones asiáticas (1997), la crisis financiera internacional de 1998, las crisis de las tecnológicas junto con los escándalos financieros que se produjeron entre el año 2000 y 2002 hasta llegar a la crisis financiera que iniciamos en 2008 y de la que aún parece que seguimos tratando de superar (EL PAÍS, “Evolución histórica de la cotización del Ibex-35”, 13 de enero de 2017, consultado el 15 de febrero de 2018 en https://elpais.com/economia/2017/01/13/actualidad/1484312173_786898.html).

⁴⁶⁷ Como hemos anticipado, la regulación de las sociedades cotizadas se recogió en el Título X de la LMV, que fue incorporado por la Ley 26/2003, de 17 de julio. Esta localización se justificó con dar primacía a la transparencia y la protección del inversor, frente a la visión más tradicional de la doctrina mercantilista que consideraba más importante la regulación de los aspectos relativos a la gestión de la sociedad y el control del accionariado disperso. Sin embargo, esta segunda posición es la que finalmente prevaleció, como hemos anticipado al hablar del traslado de esta normativa en 2010 a la LSC. Sobre la ubicación de las sociedades cotizadas en la regulación del mercado de valores, v. GONZÁLEZ CASTILLA, F., “Reflexiones sobre el reglamento de la junta general como parámetro de impugnación de los acuerdos sociales”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez*, (coord.), vol. I, Thomson Reuters-

Esta creciente importancia de los mercados de valores tanto a nivel nacional como en el conjunto de las economías desarrolladas llevó aparejada el aumento a nivel cuantitativo (número de sociedades cotizadas) como cualitativo (tamaño) de las sociedades cotizadas.⁴⁶⁸ El carácter abierto de los mercados de valores ha hecho que sea más fácil su internacionalización, lo que a su vez produce un trasvase de técnicas jurídicas y financieras entre los diferentes países, y que algunos autores consideran que lleva hacia una cierta uniformización del Derecho del mercado de valores e incluso del Derecho societario.⁴⁶⁹

4.- Régimen jurídico de las sociedades anónimas cotizadas

En este epígrafe vamos a reseñar la regulación de las sociedades cotizadas españolas, así como de las estadounidenses a modo de comparación; haciendo en ciertos

Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 847-870, págs. 875-876; SÁNCHEZ CALERO, F., *La Junta General en las sociedades de capital*, Civitas, Madrid, 2007, págs. 653-654.

También de esta época es el denominado “Plan de Acción” que fue publicado por la Comisión Europea el 21 de mayo de 2003, por el que se establecía una serie de actuaciones en relación a las normas de gobierno corporativo, la mejora de la transparencia de los procesos de tomas de decisiones y el incremento de la competitividad de las empresas (EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, «Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward»*, de 21 de mayo de 2003). Una de las principales consecuencias de este Plan de Acción fue la reformulación de los esquemas organizativos societarios y, en especial, de las sociedades cotizadas. V. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *Derecho de Sociedades*, vol. I, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, págs. 997-998.

⁴⁶⁸ Así lo anticipaba GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 20-21. Este autor consideraba que esta situación era el inicio de un proceso de transformación hacia un sistema donde predominaría la financiación vía mercado de valores de las grandes sociedades.

⁴⁶⁹ Pero mientras se produce este proceso de convergencia no hay que caer en el error de creer que se pueden exportar cualquier instrumento o regulación al Derecho interno y creyendo que se obtendrán los mismos resultados en todos los países. Incluso a nivel europeo, hay que tomar en consideración la diversidad de idiosincrasias que existen en los diferentes Estados miembros, ya que no siempre será posible establecer el mismo régimen en todos los países ni a todos los tipos de sociedades. Podemos encontrar una clara crítica al llamado riesgo “*one size fits all*” en el propio Libro Verde de la Comisión sobre gobierno corporativo de 2011 (EUROPEAN COMMISSION, *Green Paper – The EU corporate governance framework*, de 5 de abril de 2011, consultado el 24 de agosto de 2018 en http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf).

En la doctrina cabe señalar, entre otros, AQUILA, F. J., *Preparing for Shareholder Activism: What You Need to Be Doing Now 2015*, Practising Law Institute, New York, 2015, pág. 99; MUKWIRI, J.; SIEMS, M. M., “The Financial Crisis: A Reason to Improve Shareholder Protection in the EU?”, *J.L. & Soc.*, 41, 1, 2014, págs. 51-72, págs. 70-71.

momentos algunos *excursus* sobre la evolución que se está produciendo a raíz de la crisis financiera.

Sin duda, la crisis financiera ha sido uno de los principales estímulos para el legislador europeo y nacional estos últimos años, aunque no ha sido el único. La protección de los derechos de los inversores, el establecimiento de mecanismos para tratar el control por parte de las mayorías en la junta general y, en cierta medida, la necesidad de incorporar normas específicamente diseñadas para los inversores institucionales han sido también cuestiones de interés para el legislador. En relación al último asunto queremos destacar que, como se ha venido señalando a lo largo de la tesis, ello no es una cuestión novedosa, sino que ha sido objeto de estudio tanto por la doctrina como por el legislador desde hace ya décadas.⁴⁷⁰

4.1.- Derecho societario

Como ya hemos expuesto, actualmente la regulación de las sociedades cotizadas proviene tanto del Derecho societario como del Derecho del Mercado de Valores. Por lo tanto en este apartado debemos referirnos a ambos Derechos para obtener la imagen completa del sistema normativo de las sociedades anónimas cotizadas.

En cuanto al Derecho societario, su régimen se encuentra principalmente en el Título XIV de la LSC, aplicándose de forma subsidiaria el resto de la normativa relativa

⁴⁷⁰ Entre los autores que anticipaban a principios de siglo la necesidad de regular estas cuestiones teniendo en cuenta la creciente presencia de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas podemos señalar a SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., págs. 81-82, trabajo en donde el autor insiste en la utilización bastante generalizada de la *Wall Street Rule* (“votar con los pies”) por parte de los inversores institucionales, en algunos casos debido a la falta de regulación que les protegiera y por tanto forzando al legislador a adaptar las normas para mejorar los derechos de los inversores. El Prof. SÁNCHEZ CALERO también anticipó, si bien no con esta nomenclatura, el nacimiento de los *proxy advisors*, o como él define: “*asociaciones nacionales e internacionales de estos inversores, que establecen criterios de comportamiento en el ejercicio de voto*”.

En los Estados Unidos, también se han producido reformas legislativas como respuesta al activismo de los inversores institucionales. Así, ad.ex., se puede señalar la reforma de la sección 14(a) de la “*Securities and Exchange Act*” de 1934 con el objetivo de facilitar las comunicaciones entre accionistas y reducir los costes asociados a las campañas de captación de apoderamientos (TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 173). Más recientemente, los inversores institucionales actuaron también como *lobby* para forzar ciertas reformas que se incluyeron en la *Dodd-Frank Act* (BAINBRIDGE, S. M., *Corporate Governance after...*, cit., pág. 270; ZABALA ORTIZ DE LA TORRE, I., *Gobierno corporativo...*, cit., pág. 28).

a las sociedades anónimas.⁴⁷¹ Así, en primer lugar, las sociedades cotizadas se definen en el art. 495 LSC como “*las sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores*” (actualmente mercado regulado).⁴⁷² La especialidad de estas normas se justifica por el interés superior que supone la transparencia y la protección de los inversores frente al resto de operadores del mercado.⁴⁷³

⁴⁷¹ Si bien, como ya hemos anticipado en otros momentos, la regulación no es la misma que la originaria cuando se aprobó la norma. Destacan las modificaciones de la LSC aprobadas, por un lado, por la Ley 25/2011, de 1 de agosto, consecuencia de la transposición de la Directiva 2007/36 con el objetivo de potenciar el ejercicio de determinados derechos de los accionistas (TAPIA HERMIDA, A. J., *Sociedades anónimas cotizadas...*, cit., pág. 4); y, por otro lado, destaca especialmente la reforma operada por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre por la que se modifica la LSC para la mejora del gobierno corporativo.

⁴⁷² Sobre la expresión “admitidas a negociación” o “cotizadas” en mercados oficiales al hablar de las acciones de las sociedades cotizadas, está actualmente en discusión ya que, teniendo en cuenta la evolución de los diferentes mercados de valores y su extensión hacia otras infraestructuras multilaterales de negociación (los SMNs), puede que la referencia únicamente a la cotización en los mercados oficiales se quede corta para recoger la realidad del mercado. Es por ello por lo que parece más razonable considerar que en todos estos casos lo que hay en común es un tipo de estructura accionarial donde los accionistas no conforman un grupo homogéneo y familiar para definir que es una “sociedad cotizada”, más que el aspecto de su admisión a cotización. V. las reflexiones incluidas en EUROPEAN COMMISSION INTERNAL MARKET AND SERVICES, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, de 5 de abril de 2011, cit., págs. 9-10.

De esta forma, la normativa relativa a las sociedades cotizadas será de aplicación sea cual sea el mecanismo electrónico de negociación utilizado para la compra o venta de acciones, incluyendo tanto a los mercados regulados como a los SMN. Sin embargo, esto no incluirá a los SOC ya que en ellos no se pueden negociar acciones (apartado II de la Exposición de Motivos del RD-Ley 21/2017); ya que en el caso de los internalizadores sistemáticos, su negociación tendrá siempre carácter bilateral. Sobre estas últimas apreciaciones, v. PALÁ LAGUNA, R., “La gestión discrecional de autocartera: la intervención de intermediarios financieros y los Criterios de la CNMV de 18 de julio de 2013”, en AA.VV., *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, Antonio Roncero Sánchez (dir.), Fernando Rodríguez Artigas, Alberto Alonso Ureba, Luis Fernández de la Gándara, Luis Velasco San Pedro, Jesús Quijano González, Gaudencio Esteban Velasco (coord.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), en prensa, págs. 1-37.

En cualquier caso, no hay que olvidar que la existencia de una regulación propia para las sociedades cotizadas tiene como finalidad principal, entre otras, la protección de sus inversores y de la economía en general, y si excluimos de esta regulación especial aquellas sociedades abiertas por el hecho de cotizar en SMNs (como es el caso del MAB) estamos descuidando esta finalidad.

⁴⁷³ ZUNZUNEGUI PASTOR, F., “Sociedad cotizada en bolsa”, cit., pág. 461.

En el caso de la utilización de sociedades especiales como sociedades cotizadas, también será aplicable la regulación específica establecida para ellas.⁴⁷⁴ Es el caso, ad.ex., de las entidades de crédito con acciones admitidas a cotización que deben aplicar, además de lo dispuesto en la LSC y su normativa de desarrollo, la normativa específica para estas entidades en materia societaria contenida en la LOSSEC.⁴⁷⁵ De igual forma ocurre con aquellas IICs cuyos valores coticen en el mercado, que tendrán que aplicar la LIIC y su normativa de desarrollo; las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y específicamente las de capital-riesgo que aplicarán la LECR; las entidades de seguro respecto a su normativa LOSSEAR y regulación concordante, o las ESIs y su normativa específica.

La regulación del Título XIV de la LSC recoge especialidades respecto al régimen general de sociedades anónimas y normas propias para las sociedades cotizadas (especialmente en materia de órganos sociales, pactos parasociales e información societaria). Muchas de estas normas, como hemos anticipado, tienen su origen en recomendaciones de los diferentes códigos de buen gobierno que con el tiempo se han ido normativizando.⁴⁷⁶

Podemos recordar en este punto que, con anterioridad a la regulación de las sociedades cotizadas vía la LSC, ya existieron propuestas para su regulación en el Derecho societario. En concreto, nos referimos a la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles elaborado por la Comisión general de Codificación del Ministerio de Justicia de 16 de mayo de 2002. Esta propuesta, cuyos ponentes fueron SÁNCHEZ CALERO, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO y ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, no consiguió prosperar, pero sirvió, en cierta medida, de base para propuestas normativas posteriores, incluida la LSC.

⁴⁷⁴ TAPIA HERMIDA, A. J., *Sociedades anónimas cotizadas...*, cit., pág. 2.

⁴⁷⁵ Entre los aspectos más relevantes, además de los niveles de capitalización más altos y un proceso de constitución más complicado, destaca, un régimen más complejo de mecanismos de transparencia para participaciones significativas, la regulación de la idoneidad y remuneración de los administradores así como aspectos propios de gobierno corporativo (TAPIA HERMIDA, A. J., “Los sistemas de gobierno de las entidades financieras”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez, (coord.), vol. II, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 591-609, págs. 595-596).

⁴⁷⁶ Sobre esta cuestión v. también el siguiente epígrafe 5 sobre gobierno corporativo y el papel de los códigos de buen gobierno corporativo.

En particular, respecto a las sociedades cotizadas, la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles planteaba un régimen jurídico especial para las mismas en los arts. 366 a 444,⁴⁷⁷ de forma similar a como se recoge actualmente en la LSC.⁴⁷⁸

Por otro lado, en el Anteproyecto de Código Mercantil (APLCM), se prevé que la regulación de las sociedades cotizadas quede recogida en el Título VIII del Libro II sobre Sociedades del futuro Código (arts. 281-1 a 286-6). Este Título incluiría seis capítulos sobre cuestiones generales de las sociedades cotizadas, especialidades en materia de acciones, obligaciones, órganos sociales, aumento y reducción de capital.⁴⁷⁹ También se regularon específicamente cuestiones sobre información societaria y sobre pactos parasociales sujetos a publicidad.⁴⁸⁰ Finalmente, podemos indicar que, no se ha trasladado

⁴⁷⁷ V. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Creación de valor...”, cit., pág. 877 y por uno de sus propios ponentes, SÁNCHEZ CALERO, F., “El Declinar de la Junta y el Buen Gobierno Corporativo”, *RDBB*, 104, 2006, págs. 9-35, pág. 21. En cuanto a la materia de buen gobierno de las sociedades cotizadas, presenta un breve resumen de las propuestas que se incluían PÉREZ PUEYO, A., “¿Ética o legalidad en el gobierno de las grandes empresas?”, *Diario la Ley*, 5.898, 2003, págs. 1852-1861, pág. 1857 y ss.

⁴⁷⁸ Sobre como la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles y la trasposición de la Directiva 2007/36 influyeron en el Derecho de la época, v. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “La Junta General en la encrucijada”, cit., págs. 33-34.

⁴⁷⁹ Se puede criticar que de nuevo el régimen de las sociedades cotizadas propuesto por el APLCM vuelve a estar disperso entre sus normas particulares y especiales en el mencionado Título y en las disposiciones generales aplicables a las sociedades en general y, en especial, en aquellas relativas a las sociedades anónimas, tal y como se exponen en las consideraciones que realiza el Consejo de Estado a la vista de la propuesta planteada (Dictamen del Consejo de Estado sobre el APLCM de fecha 29 de enero de 2015, puede consultarse en <http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=CE-D-2014-837>).

Aun así, uno de los objetivos de la nueva regulación seguiría en la línea de tratar de establecer un régimen cada vez más adaptado a este subtipo societario. La Exposición de Motivos del APLCM, teniendo en cuenta esta consideración, hace referencia a “*la progresiva diferenciación de la sociedad cotizada, cada vez más desgajada tipológicamente del tronco común de la anónima*”. Asimismo, considera necesario presentar aquellas diferencias respecto al régimen de referencia, el de la sociedad anónima, señalando que “*lo que debe constituir su régimen particular, vinculado a los problemas especiales que plantean su carácter esencialmente abierto, su compleja estructura organizativa y su impacto sobre la pluralidad de intereses concurrentes en el mercado de capital*”.

⁴⁸⁰ Respecto a estos pactos parasociales destaca la incorporación de un límite a la duración de los mismos de cinco años, límite temporal que según el informe del Consejo de Estado ha sido criticado por parte de la doctrina. Sobre una posible prohibición de vinculaciones perpetuas en pactos de relación (y la inclusión de la posibilidad de denuncias en caso pactos de duración indeterminada) v. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “La denuncia «Ad Nutum» de los contratos de duración indeterminada: entre el derecho dispositivo y el derecho imperativo. (Reflexiones a propósito de «Joint Ventures» y pactos parasociales)”, en AA.VV., *Liber amicorum Juan Luis Iglesias*, J. García de Enterría Lorenzo Velázquez (coord.), Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2014, págs. 839-867, pág. 854.

al APLCM el régimen especial relativo a la pérdida de condición de sociedad cotizada que se recogía en la Propuesta de Código Mercantil.⁴⁸¹

A nivel europeo, respecto al Derecho societario, hay que destacar el esfuerzo que ha realizado la Unión Europea por armonizar aquellos aspectos que se consideran clave a la hora de proteger la libertad de establecimiento, la libre circulación de personas, servicios y capitales, así como los derechos de los accionistas e inversores.⁴⁸² Si bien aún parece complicado que algún día podamos ver un verdadero Derecho de sociedades europeo común para todos los Estados miembros, tal y como ya existen en otras materias como es el caso de los Principios de Derecho Europeo de Contratos, los Principios UNIDROIT sobre los contratos comerciales internacionales o las leyes modelo estadounidenses (como, en nuestra materia, el MBCA).⁴⁸³

Con esa finalidad armonizadora, el legislador europeo aprobó la Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades. Por medio de la aprobación de esta Directiva se establece una suerte de regulación conjunta de mínimos o codificación de obligaciones mínimas comunes respecto del Derecho de sociedades europeo, en especial en materia de escisiones de sociedades anónimas, publicidad de las sucursales, fusiones transfronterizas y en general sobre fusiones de las sociedades anónimas y su constitución, mantenimiento y modificaciones de su capital.⁴⁸⁴ Es cierto que no establece un Derecho

⁴⁸¹ Esta propuesta se recogía en el capítulo VII de la propuesta anterior al APLCM.

⁴⁸² Dentro de las diferentes herramientas disponibles para alcanzar este objetivo se encuentran desde la regulación de normas de directa aplicación vía Reglamentos, pasando por las Directivas con su consiguiente proceso de transposición a los diferentes ordenamientos comunitarios, donde en muchos casos se producirá algunas divergencias, hasta el establecimiento de meras recomendaciones por parte de los organismos comunitarios (v. EUROPEAN COMMISSION INTERNAL MARKET AND SERVICES, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, de 5 de abril de 2011, cit., pág. 8).

⁴⁸³ No solo será complicado alcanzar esta armonización por la ciertamente difícil negociación entre tan diversos Estados, sino también por el nivel de especialidad que presentan las regulaciones societarias, así como la jurisprudencia de los diversos Estados miembros (FLECKNER, A., “El futuro del Derecho de Sociedades en Europa: cuestiones de procedimiento y metodología”, *Blog Almacén de Derecho*, 2017, consultado el 8 de diciembre de 2017 en <http://almacenderecho.org/futuro-del-derecho-sociedades-europa-cuestiones-procedimiento-metodologia/>).

⁴⁸⁴ Las Directivas codificadas y que por tanto han quedado derogadas por la Directiva 2017/1132 son: la Sexta Directiva del Consejo, de 17 de diciembre de 1982, basada en la letra g) del apartado 3 del artículo

de sociedades europeo codificado como tal, con una regulación concreta para todos los aspectos de la materia, ni tampoco aporta novedades regulatorias sobre la materia, al tratarse más bien de un texto refundido.⁴⁸⁵ Sin embargo, cabe reconocer la utilidad de recoger las normas existentes en un mismo texto normativo, especialmente respecto de las figuras societarias europeas.⁴⁸⁶

En esta línea también se prevé una modificación en los próximos años del Derecho interno en España para adaptarlo a nueva Directiva 2017/828 que modificó la Directiva

54 del Tratado y referente a la escisión de sociedades anónimas (82/891/CEE); la Undécima Directiva del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, relativa a la publicidad de las sucursales constituidas en un Estado miembro por determinadas formas de sociedades sometidas al Derecho de otro Estado (89/666/CEE); la Directiva 2005/56/CE relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital; la Directiva 2009/101/CE tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades definidas en el artículo 48, párrafo segundo, del Tratado, para proteger los intereses de socios y terceros; la Directiva 2011/35/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de abril de 2011, relativa a las fusiones de las sociedades anónimas; la Directiva 2012/30/UE, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el artículo 54, párrafo segundo, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital.

⁴⁸⁵ En cierta medida esto también es debido al tipo instrumento elegido, una Directiva, cuya aplicación no es directa en el Derecho nacional, pero también porque no hay voluntad política en los diferentes Estados miembros para ceder parte de la autonomía en pos de una regulación común. Sin duda, los Estados consideran que cada uno de ellos tiene una idiosincrasia propia por la que necesitan un cierto margen de maniobra para adaptar la regulación societaria a sus necesidades y su economía.

⁴⁸⁶ Las distintas entidades jurídicas de la Unión (sociedad anónima europea, sociedad cooperativa europea, agrupación europea de interés económico o sociedades unipersonales privadas de responsabilidad limitada) han sido infrutilizadas desde su creación, cuando es cierto que deberían ser figuras idóneas para la explotación del mercado interior común. Es posible que su complejo marco jurídico y la falta de uniformidad total a nivel europeo no ayuden a su utilización, por lo que cualquier mejora y simplificación del mismo será bienvenida. Sobre sus desventajas, tanto PAZ-ARES, como por VIVES RUIZ, ya hablaron hace años a raíz de la regulación de la sociedad anónima europea en nuestro ordenamiento. V. la noticia publicada en el periódico CINCO DÍAS del día 15 de noviembre de 2004 (https://cincodias.elpais.com/cincodias/2004/11/15/empresas/1100529591_850215.html).

En la actualidad, la única sociedad con forma social de *Societas Europaea* domiciliada y registrada en España es Autopistas de Puerto Rico, S.E., filial del Abertis Infraestructuras, S.A. Sin embargo, en otros Estados miembros su utilización ha sido mayor, existiendo 3.075 sociedades europeas constituidas actualmente, según las estadísticas que figuraban en la base de datos de las sociedades anónimas europeas no oficial de ECDB (no existe un registro oficial a nivel comunitario) con fecha 14 de septiembre de 2018 en <http://ecdb.worker-participation.eu/>. Podemos subrayar que la mayoría de ellas están registradas en la República Checa (en concreto, un 79%).

2007/36.⁴⁸⁷ Esta reforma buscaba incrementar la transparencia y la comunicación entre las sociedades cotizadas y sus accionistas finales. Entre las principales novedades se incluye la necesaria identificación de los accionistas por parte de la sociedad emisora, la transmisión de la información y la facilitación del ejercicio de los derechos de los socios.⁴⁸⁸ Además, si tenemos en cuenta el objeto de esta tesis, nos interesará prestar especial atención a la regulación que contiene respecto a los inversores institucionales y los gestores de activos, en especial respecto de la solicitud, incluida en la reforma, para una mayor transparencia a la hora de explicar sus políticas de voto o su abstención.⁴⁸⁹

Por último, también respecto a la Directiva 2007/36 se ha publicado el RE 2018/1212 con el objetivo de mejorar el ejercicio de ciertos derechos recogidos en la mencionada Directiva para que su ejercicio no sea divergente y su aplicación sea más eficiente. En concreto se regula unos requisitos mínimos respecto del derecho del emisor a identificar a sus accionistas, la transmisión de información y la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas.⁴⁹⁰

4.2.- Derecho del mercado de valores

Por otro lado, debido a que las acciones estarán admitidas a negociación en un mercado regulado, la sociedad cotizada deberá cumplir con unas normas de transparencia y protección del inversor, recogidas en el TRLMV y disposiciones de desarrollo.⁴⁹¹ El TRLMV establece las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores y la actuación de cuantas personas operen en ellos quedará bajo la supervisión de la CNMV.⁴⁹² Si bien, a partir del traslado de parte de la regulación de la sociedad cotizada al Derecho

⁴⁸⁷ Esta Directiva requiere trasposición al Derecho interno antes del 10 de junio de 2019.

⁴⁸⁸ Con excusa por la autocita respecto a esta reforma, v. HERRERO MORANT, R., “El fomento de la implicación...”, cit., págs. 1-20.

⁴⁸⁹ Aspecto que queda recogido en los nuevos apartados e), f) y g) del art. 2 de la Directiva 2007/36.

⁴⁹⁰ V. el análisis recogido sobre el RE 2018/1212 en el epígrafe 6.5. anterior.

⁴⁹¹ La motivación la encontramos en la propia Exposición de Motivos de la LSC: “*El importante papel de las sociedades cotizadas en los mercados de capitales hace necesaria una intervención pública en la actividad económica orientada por una parte a la protección al inversor y por otra a la estabilidad, eficiencia y buen funcionamiento de los mercados financieros*”.

⁴⁹² TAPIA HERMIDA, A. J., *Sociedades anónimas cotizadas...*, cit., pág. 6.

de sociedades tras la aprobación de la LSC, el régimen de las cotizadas perdió algo de claridad, diluyéndose en cierta medida los principios rectores del mercado de valores con los propios de las sociedades de capital.⁴⁹³

En cuanto a las normas en materia de mercado de valores, en primer lugar se deberá tener en cuenta la regulación europea sobre estas cuestiones. Destaca principalmente la aplicación del MIFIR, Reglamento que reformó el mercado de valores europeo hace unos años. Junto al MIFIR, también se aprobó la MiFID II, que fue modificada posteriormente por la Directiva (UE) 2016/1034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de junio de 2016. Tanto la MiFID II y el MiFIR suponen la respuesta normativa a los desafíos que la crisis financiera y la natural evolución de las materias financieras que han planteado al desarrollo de los mercados financieros europeos, tratando de esta forma de presentar unos criterios uniformes respecto de los valores y de los instrumentos financieros, dentro del llamado entorno de mercado único.

Ante la incapacidad del legislador español para sacar adelante toda la reforma relativa a MiFIR y MiFID II antes del 3 de enero de 2018 (fecha límite para la transposición de la MiFID II), se aprobó el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión

⁴⁹³ En este punto queremos mencionar brevemente el debate doctrinal entre aquellos que consideran que el régimen de las sociedades cotizadas debería interesarse en la LSC y quienes, en cambio, consideran que es más eficiente que su régimen se contenga en el Derecho del mercado de valores. Sobre esta segunda posición, la mayoría de los autores suelen tener un carácter más bien *iuspublicista* que mercantilista (tal y como señala SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “En torno al concepto...”, cit., pág. 14), por lo que son pocos los autores entre nosotros, no obstante, podemos citar a ZUNZUNEGUI PASTOR, F., “Sociedad cotizada en bolsa”, cit., pág. 461.

Sin embargo, sí es mayoritaria la postura de aquellos que consideran que las autoridades administrativas independientes y el Estado deben limitarse a supervisar y regular el mercado en su justa medida a través del Derecho administrativo. Para asegurarse de que esto ocurra, es decir, de que haya límites en esta injerencia de la Administración será por lo tanto aconsejable que sea el Derecho de sociedades quien se ocupe de las sociedades cotizadas (SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., págs. 70-71). Esto no quiere decir que no se acepte, no obstante, no es suficiente con el Derecho privado en este ámbito, debido a los múltiples intereses que deben protegerse, como es la necesaria tutela de los derechos de información y su especial protección así como las cautelas propias en los supuestos de ofertas públicas de venta o de adquisición de valores, lo que hace necesaria la intervención pública, v. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “En torno al concepto...”, cit., págs. 12-17.

Europea en materia del mercado de valores,⁴⁹⁴ postergando una vez más el resto de la reforma.⁴⁹⁵ Esta necesaria adaptación del TRLMV sigue, por tanto, en proceso de tramitación a través del Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Instrumentos Financieros (en adelante, ALMVIF).⁴⁹⁶

Mientras tanto, el gobierno ha optado por volver a utilizar la vía de los RD-ley para reformar en este caso el TRLMV y llevar a cabo el resto de la adaptación de nuestro ordenamiento a la MiFID II, en concreto, vía el Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.⁴⁹⁷ Entre las modificaciones efectuadas por esta norma destaca la redefinición del objeto y contenido del TRLMV, así como su ámbito geográfico de aplicación (art. 4); la profunda reforma del régimen jurídico aplicable a las empresas de servicios y actividades de inversión

⁴⁹⁴ Esta norma recoge la implantación de aquellas medidas de carácter urgente mientras que el resto de la reforma se tramita mediante el Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Instrumentos financieros (apartado I de la Exposición de Motivos del RD-ley 21/2017). Entre las principales modificaciones incluidas en el RD-ley 21/2017 se incluyen, según el apartado II de la Exposición de Motivos de esta norma, cuestiones relativas al régimen jurídico de los centros españoles de negociación de instrumentos financieros (particularmente sobre la negociación algorítmica, así como aquellas relativas a la autorización y condiciones operativas de los centros de negociación) y, en particular, se establecen las medidas necesarias para que se puedan ejecutar las operaciones sobre acciones admitidas a negociación en los centros de negociación españoles. También se incorpora la figura de los SOC, de los cuales ya hemos hablado en el capítulo anterior.

⁴⁹⁵ Así exponía esta cuestión el legislador en la Exposición de Motivos del RD-Ley mencionado: “*resulta absolutamente indispensable adelantar la incorporación a nuestro ordenamiento jurídico de determinados aspectos de la nueva regulación para dotar a las entidades financieras y operadores del mercado y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de las garantías legales necesarias para que operen de acuerdo con el Reglamento (UE) n.º 600/2014, de 15 de mayo de 2014, y la Directiva 2014/ 65/UE de 15 de mayo de 2014, con todas las consecuencias jurídicas que ello implica, en un entorno de mercado único.*” En otras palabras, “*se pretende garantizar que en los centros de negociación españoles se puedan ejecutar operaciones sobre acciones admitidas a negociación en esos centros*”.

⁴⁹⁶ Sobre esta reforma cabe consultar el Dictamen del Consejo de Estado (núm. 319/2018) de 21 de junio de 2018 sobre el Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Instrumentos Financieros. Para más información, v. TAPIA HERMIDA, A. J., “La aplicación de...”, cit., págs. 187-202.

⁴⁹⁷ No obstante, el hecho de que un RD-ley, dictado por razones de extraordinaria y urgente necesidad, demore la efectiva entrada en vigor de algunos de sus artículos (v. la disp. adicional 5ª) permite dudar de la constitucionalidad de la norma. En concreto, en esta tesis, nos afectará especialmente respecto a la definición de clientes profesionales y las operaciones con contrapartes elegibles, ya que la nueva redacción de los arts. 205 y 207 TRLMV no entrará en vigor hasta que no se dicte el correspondiente real-decreto de desarrollo.

(como parece que actualmente van a denominarse las ESIs), entre lo que destacan, con efectos sobre esta tesis, aquellas cuestiones que hacen referencia a las normas de conducta que deben seguir estas entidades con el objetivo de garantizar una adecuada protección al inversor; y, por último, se incluyen nuevas facultades de supervisión de la CNMV y nuevas obligaciones de cooperación entre la misma y las restantes autoridades nacionales supervisoras de la Unión Europea y la Agencia Europea de Valores y Mercados.

El TRLMV y su normativa de desarrollo, hasta la aprobación del ALMVIF y salvo aquellas cuestiones que ya han sido modificadas o derogadas por el RD-ley 21/2017 y el RD-ley 14/2018, cubren el régimen jurídico relativo a los valores negociables, categoría que incluye las acciones cotizadas. Entre los aspectos que se regulan en esta norma se encuentran las siguientes cuestiones: la admisión, suspensión y exclusión de la negociación de los valores;⁴⁹⁸ las obligaciones de información financiera periódica, además de otras obligaciones de información;⁴⁹⁹ las obligaciones de los accionistas y los titulares de valores e instrumentos que atribuyan derechos de voto de notificar sus participaciones significativas en sociedades cotizadas;⁵⁰⁰ obligaciones de formular una

⁴⁹⁸ No obstante, los arts. 78 a 81 y 83 TRLMV que regulaban algunas cuestiones de la admisión de instrumentos financieros a negociación, su suspensión, exclusión y ciertas operaciones, sobre los mismos han sido derogados por el RD-Ley 21/2017. Se entiende que hasta la aprobación del ALMVIF estas materias estarán reguladas en el mencionado RD-ley. Así, en concreto, respecto a la suspensión y exclusión se aplicarán los arts. 20, 21 y 22 de este RD-Ley 21/2017. Una vez esté aprobado el ALMVIF, estas cuestiones así como otras sobre la organización y funcionamiento de los mercados regulados quedarán recogidas en el capítulo I del título III del anteproyecto (arts. 40 a 80).

⁴⁹⁹ Sobre las obligaciones de información periódica de los emisores será aplicable el Capítulo VII del Título IV sobre Mercados secundarios oficiales de valores del TRLMV (arts. 118 a 124) y el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial (actualmente mercado regulado) o en otro mercado regulado de la Unión Europea. No obstante, esto quedará cubierto en el futuro por el nuevo del ALMVIF, que regulará, entre otras cuestiones, las obligaciones de información periódica de los emisores (arts. 104 a 110 del ALMVIF).

⁵⁰⁰ En esta cuestión será aplicable el Capítulo VIII del Título IV sobre Mercados secundarios oficiales de valores del TRLMV (arts. 125 a 127) que recoge las obligaciones de información sobre participaciones significativas y autocartera. También será de aplicación, como en el supuesto anterior, el RD 1362/2007. En el futuro, las obligaciones de información sobre participaciones significativas y autocartera, se encontrarán en los arts. 111 a 113 del ALMVIF.

OPA;⁵⁰¹ normas especiales el abuso de mercado;⁵⁰² y el régimen público de supervisión, inspección y sanción que ejerce la CNMV sobre las sociedades anónimas.⁵⁰³ Anteriormente también se regulaba la obligación de realizar un informe anual de gobierno corporativo (IAGC) y del informe anual sobre remuneraciones de los consejeros (IARC), sin embargo dicha materia ahora está recogida en la LSC.

4.2.- Apuntes sobre el régimen jurídico de la sociedad cotizada en los Estados Unidos

Como ya hemos anticipado al definir las sociedades cotizadas en los Estados Unidos las sociedades cotizadas están sujetas, por un lado a la regulación federal y, por otro, a la regulación estatal.

4.2.1.- La normativa federal de las sociedades cotizadas estadounidenses

La regulación federal afecta principalmente a áreas relativas a la obtención de capitales, la gestión de empresas cotizadas, respecto a algunos derechos mínimos relativos a las acciones y los derechos de los accionistas, así como sobre potenciales recursos federales para subsanar relacionados con fraudes o abusos como puede ser el

⁵⁰¹ Sobre las oferta públicas de adquisición, al regulación se encuentra en el Capítulo IX del Título IV sobre Mercados secundarios oficiales de valores del TRLMV (arts. 128 a 137) y en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. En el ALMVIF los aspectos relativos a las ofertas públicas de adquisición se encuentran en los arts. 114 a 123.

⁵⁰² El abuso de mercado, incluyendo la regulación sobre información relevante, se encuentra recogida en el Capítulo II del Título IV sobre Normas de conducta del TRLMV (arts. 225 a 232). También será aplicable el RD 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado. La regulación sobre el abuso de mercado se verá modificada con el ALMVIF (arts. 264 a 270), no por la transposición de la Directiva MiFID sino por el ajuste del sistema al Reglamento MiFIR en este caso (Dictamen del Consejo de Estado núm. 319/2018, pág. 40).

⁵⁰³ El régimen de supervisión, inspección y sanción está regulado en los arts. 233 a 241, habiéndose modificado a raíz del RD-ley 14/2018 los arts. 233, 234 y 238. La sujeción de las sociedades cotizadas a este régimen está recogido específicamente en el art. 233.1.c).1º como emisoras de valores. Esta competencia está también recogida en la Disposición Adicional 7ª de la LSC a modo de cierre de esta doble regulación (societaria y de mercado de valores) de las sociedades cotizadas (TAPIA HERMIDA, A. J., *Sociedades anónimas cotizadas...*, cit., pág. 4). Con la aprobación del ALMVIF esta regulación será modificada para adaptarse a la Directiva MiFID (arts. 67 a 88) quedando el nuevo régimen de supervisión, inspección y sanción recogido en los arts. 271 a 361 del ALMVIF. Entre las principales novedades destaca la ampliación de la relación de personas sujetas a este régimen de supervisión, inspección y sanción (Dictamen del Consejo de Estado núm. 319/2018, pág. 41).

insider trading.⁵⁰⁴ La *Securities and Exchange Commission* (SEC) será el organismo encargado de la supervisión de las sociedades cotizadas estadounidenses.⁵⁰⁵

Las principales normas federales son la *Securities Act* de 1933 y la *Securities and Exchange Act* de 1934,⁵⁰⁶ habiendo sido ambas modificadas por la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002 y por la *Dodd-Frank Act* de 2010.⁵⁰⁷ Estas reformas, según ciertas voces, fueron

⁵⁰⁴ GOSHEN, Z.; PARCHOMOVSKY, G., “The Essential Role...”, cit., pág. 732 y ss.

⁵⁰⁵ PALÁ LAGUNA, R., “Securities Exchange Commission”, cit., pág. 298.

⁵⁰⁶ Tras el colapso del mercado en el “Crack del 29” que posteriormente provocó la Gran Depresión, el Congreso de los Estados Unidos aprobó ambas normas con el objetivo de prevenir que volviera ocurrir una crisis como la que habían sufrido. Estas normas incluyen, por tanto, requisitos de información y mecanismos para que los informes sobre las compañías puedan ser consultados por el público en general. V. COFFEE, JR., J. C., “The Rise of Dispersed Ownership...”, cit., pág. 54; SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., págs. 84-85.

Específicamente, la *Securities Act* de 1933 tiene como objetivo principal evitar el fraude en la negociación de los valores. Por este motivo, se incluyen requerimientos de información previos a la cotización de las acciones, así como información periódica donde se deben incluir los estados financieros y la estructura de gestión de la compañía. También se recoge la obligación de registro de la mayoría de los emisores de los valores cotizados.

Mientras, la *Securities and Exchange Act* de 1934 incorpora un mecanismo de ejecución de la norma anterior por parte de la SEC. A esta disposición se añadieron mayores requisitos de información respecto de los valores cotizados en mercados secundarios y se establecieron los umbrales (tamaño de la empresa) a partir de los cuales una sociedad cotizada debía cumplir estos requisitos de información. También impone obligaciones a los inversores y determina aquellos umbrales de participación a partir de los cuales los inversores tienen, de forma similar a lo que ocurre en nuestro ordenamiento respecto de las participaciones significativas, ciertas obligaciones de información (5%) y de gestión (10%) tal y como se recoge en Sección 13(d). V. TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 111-112.

⁵⁰⁷ La *Sarbanes-Oxley Act*, junto a la *Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010* conocida habitualmente como *Dodd-Frank Act* fueron la respuesta a dos de las crisis que recientemente han tenido lugar en los Estados Unidos. Con estas normas, materias que tradicionalmente habían formado parte de la regulación societaria estatal pasaría a ser una competencia federal (MONTALENTI, P., “Sociedades cotizadas, mercados...”, cit., págs. 21-22). Este “proceso de federalización” ha sido ampliamente criticado por la doctrina más liberal, entre la que destaca BAINBRIDGE, S. M., *Corporate Governance after...*, cit. En este trabajo, el autor trata de esclarecer las implicaciones teóricas y prácticas de la *Dodd-Frank Act* y la *Sarbanes-Oxley Act*, entre otras normas federales relativas a la regulación corporativa. El Prof. BAINBRIDGE considera que las cuestiones relativas al gobierno corporativo deberían continuar siendo reguladas por los Estados y no a nivel federal. Señala asimismo que la regulación societaria del Estado de Delaware es un ejemplo de regulación más actualizada y adaptada a las necesidades de las grandes sociedades modernas, aspecto que se ha conseguido gracias a la libertad que tienen los estados para regular de forma independiente del gobierno federal o de la Administración central. Por lo tanto considera que este tipo de normas ofrece mayores beneficios a los inversores que un sistema “*one-size-fits-all*” impuesto a través de una regulación federal.

promovidas y respaldadas por los accionistas con mayor representación actualmente en las sociedades cotizadas, aquellos que se entiende, tenían mayor interés en garantizar sus derechos como accionistas, estos son, los inversores institucionales.⁵⁰⁸ Así, ad.ex. a raíz de la *Sarbanes-Oxley Act* se introdujeron mejoras en materia de auditoría y de la composición del consejo de administración y sus funciones.⁵⁰⁹ En cuanto a la *Dodd-Frank Act*, entre otras cuestiones, destaca la introducción de la votación consultiva del informe anual de remuneraciones (el famoso *Say on Pay*) que otorgó un mayor poder a los inversores institucionales, así como al accionariado en su conjunto,⁵¹⁰ además de tratar de recuperar el *proxy access* respecto al nombramiento de administradores del que hablaremos al tratar el activismo de los inversores institucionales.

Recientemente, en mayo de 2018, se ha reducido parte de la regulación de la última norma, suavizando a su vez la *Volcker Rule*.⁵¹¹ Todo ello con el objetivo de facilitar la

Centrándonos en ambas reformas, podemos exponer que, la *Sarbanes-Oxley Act* surgió como respuesta al escándalo contable y financiero de Enron (2001). Su objetivo era proteger a los inversores por medio de la mejora de la exactitud y la fiabilidad de los informes financieros publicados por las sociedades cotizadas. V. GORDON, J. N., “Governance Failures of the Enron Board and the New Information Order of Sarbanes-Oxley”, *Conn. L. Rev.*, 35, 2002, págs. 1125-1132, pág. 1129.

Mientras que la *Dodd-Frank Act* es una consecuencia directa de la crisis financiera de 2008. Esta extensa ley, tiene como objetivo principal atajar las causas de la crisis y proteger a los inversores. Es por ello por lo que incluye multitud de materias de diverso origen, desde la regulación de las agencias de *rating*, pasando por la remuneración de los administradores hasta aspectos técnicos de valoración financiera (BRUNER, C. M., “Corporate Governance Reform in a Time of Crisis”, *J. Corp. L.*, 36, 2011, págs. 309-341, pág. 320). Sobre la relación entre el acceso a la información, la eficiencia de los mercados y la crisis de las *subprime*, vinculado todo ello con la aplicación de la *Dodd-Frank Act* como norma reguladora destinada a prevenir nuevas crisis, v. GILSON, R. J.; KRAAKMAN, R., “Market Efficiency...”, cit., págs. 76-77.

⁵⁰⁸ ZABALA ORTIZ DE LA TORRE, I., *Gobierno corporativo...*, cit., pág. 28.

⁵⁰⁹ Sobre esta reforma, v. MÄNTYSAARI, P., *Comparative Corporate Governance - Shareholders as a Rule-maker*, Springer, Heidelberg, 2005, pág. 43.

⁵¹⁰ Puede consultarse la digresión incluida respecto de esta reforma en COX, J. D.; THOMAS, R. S., “The Evolution in the U.S. of Private Enforcement via Litigation and Monitoring Techniques: Are There Lessons for Germany?”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 906-927, pág. 907.

⁵¹¹ La *Volcker Rule* fue incorporada a la *Dodd-Frank Act* en 2012 abordando la separación de actividades en la industria bancaria (FERNÁNDEZ TORRES, I., “La Volcker Rule y las iniciativas europeas”, cit., págs. 295-296) tal y como hemos señalado en el capítulo anterior. En cuanto a esta última reforma de la *Dodd-Frank Act* y en concreto de la *Volcker Rule*, vía la *Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act* la P.L. nº 115-174 S. 2155 aprobada el 24 de mayo de 2018, podemos subrayar la inclusión

actividad de los pequeños y medianos bancos estadounidenses por medio de una reducción de los costes asociados a la aplicación de la norma.⁵¹² Este proceso parece indicar que con la llegada de Donald Trump a la presidencia de los Estados Unidos se ha terminado la era de la regulación post crisis. Quedará por ver hasta qué punto se liberalizarán los mercados financieros o si habrán aprendido de las crisis pasadas e intentarán buscar un equilibrio entre las dos posturas.

4.2.2.- La normativa estatal de las sociedades cotizadas estadounidenses

Por otro lado, como decíamos, tenemos que contar con la legislación estatal en materia societaria. Esta regulación se encarga de determinar el régimen de constitución de las sociedades así como su funcionamiento en general.⁵¹³ Cada Estado tiene la potestad de dictar sus propias normas o su propio código de sociedades. Sin embargo, como intento de armonización federal se redactó la llamada Ley Modelo, la “*Model Business Corporations Act*” (MBCA), pero dejando que cada Estado fuera libre de seguirla, de hecho solo 24 de ellos la han adoptado.⁵¹⁴

Aunque cada Estado pueda regular sus propias normas en materia de sociedades, en muchos de ellos su regulación, a grandes rasgos, es bastante similar.⁵¹⁵ Salvo en

de, entre otras cuestiones, una moderación de las restricciones a las inversiones especulativas que recogía la *Volcker Rule*.

⁵¹² Entre las medidas tomadas se han suavizado varias de las restricciones regulatorias que aplicaban a la banca, en especial a la banca local y regional. Así, ad.ex., se han simplificado los requerimientos de capital y se han moderado las condiciones para la concesión de créditos a particulares y PYMEs. También se ha incrementado el umbral a partir del cual se realizan las pruebas de resistencia, pasando de 50.000 millones de dólares a 100.000 millones y en 18 meses se subirá hasta la cifra de 250.000 millones. En virtud de, entre otras, las Secs. 201 a 210 de la *Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act*.

Bajo estos nuevos umbrales más de la mitad de las grandes entidades de crédito se liberarán de estas pruebas de resistencia, por lo que se evidencia que la medida no estaba realmente destinada únicamente a pequeñas y medianas entidades de crédito. Queda por lo tanto claro que el nivel inicial puede que fuera demasiado agresivo y conservador, como así ha reconocido el propio Paul Volcker, sin embargo, es también posible que un límite cinco veces superior pueda ser también excesivo y deje sin valor a la norma.

⁵¹³ Además, si bien son los Estados los que incorporan y regulan la mayoría de las sociedades, existen algunos tipos especiales que están sometidas a la regulación federal como son las entidades de crédito nacionales y las cooperativas de crédito.

⁵¹⁴ TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 62.

⁵¹⁵ Sobre el mimetismo existente a través de las diferentes normas societarias de carácter estatal en los Estados Unidos, v. BEBCHUK, L. A., “The Case for Increasing Shareholder Power”, *Harv. L. Rev.*, 118, 3, 2005, págs. 833-914, pág. 844.

aquellos Estados que se han visto implicados en la denominada carrera hacia el fondo o “*race to the bottom*”,⁵¹⁶ especialmente respecto de aquellos ordenamientos que incluyen de forma especialmente favorable de materias tributarias o cuestiones que afectan a los intereses de los consejeros y los directivos, como son el reconocimiento de menores derechos a los accionistas. Esta carrera se inició a principio del siglo XX, cuando los Estados se dieron cuenta que la mejora de las condiciones fiscales, así como la reducción de la tributación, atraían a un mayor número de sociedades y que esto a su vez permitía aumentar su recaudación no por el tipo de gravamen aplicado sino por el volumen de empresas que tributaban en su territorio.⁵¹⁷ El primer Estado que realizó este tipo de movimientos fue el Estado de Nueva Jersey, sin embargo, pronto tuvo un claro competidor, el Estado de Delaware, actual Estado de referencia en la materia.⁵¹⁸

Las rebajas no solo se producían a nivel fiscal, sino que pronto se extenderían a materias societarias. La principal consecuencia, como ya exponía en 1927 el Prof. RIPLEY, fue la erosión generalizada de los derechos de los accionistas respecto a las nuevas acciones emitidas, incluyendo cuestiones de gran entidad como era la posibilidad de aprobar ampliaciones de capital con mayoría simple sin tener en cuenta el capital presente o representado. Asimismo, en algunos Estados se llegó a eliminar la “inconveniente” acumulación de dividendos preferentes impagados (“*unpaid preferred dividends*”) o se llegó a permitir que no se publicaran los superávits en las cuentas de tesorería de las compañías, todo ello con el objetivo de evitar el pago de dividendos.⁵¹⁹ En estas circunstancias, no es de extrañar que solo dos años después se produjera la crisis de 1929, cuyo origen se sitúa tradicionalmente en el jueves negro de 24 de octubre de ese año y en

⁵¹⁶ Esta expresión fue acuñada por CARY, W. L., “Federalism and corporate law: reflections upon Delaware”, *Yale L. J.*, 83, 4, 1974, págs. 663-705, pág. 666. Según este autor los estados participan en esta especie de carrera deteriorando a su paso los estándares societarios y teniendo como meta la reducción de este sistema normativo aplicable.

⁵¹⁷ Así, ad.ex., ya en 1915 en la *Delaware General Corporation Law* se reseñaba como la más moderna y adaptada a las necesidades de las grandes sociedades (CARY, W. L., “Federalism and corporate law...”, cit., págs. 664-665).

⁵¹⁸ Como ya indicó en su momento RIPLEY, W. Z., *Main street and Wall street*, cit., págs. 30-32.

⁵¹⁹ Tal y como señalaba RIPLEY, W. Z., *Main street and Wall street*, cit., pág. 33.

la que la exigua regulación societaria, fruto de esta competición entre estados (*race to the bottom*), esta no pudiera aportar ningún tipo de colchón en la caída.

Teniendo además en cuenta el mayor nivel de poder de los administradores en las sociedades cotizadas estadounidenses con un alto grado de dispersión accionarial, es obvio que estos utilizarían también en ocasiones la posibilidad de cambiar el estado de incorporación como herramienta para “atrincherarse” en sus cargos al cambiar a un sistema más favorable hacia sus intereses.⁵²⁰

Sin embargo, también hay autores que afirman que esta competición (*race to the bottom*) realmente ha supuesto mejoras en la regulación societaria y del mercado de valores.⁵²¹ Algunos llegan a afirmar que lo que realmente se estaba produciendo era una carrera hacia arriba (“*race to the top*”), que además se ve incrementada en la actualidad con el aumento de la producción normativa federal.⁵²²

Actualmente, como hemos dicho supra, es el Estado de Delaware el que lidera esa carrera a la baja, ya que presenta una regulación más liberal respecto a materias corporativas pero también porque sus tribunales están altamente especializados en materia societaria. Debido a esto muchas de las grandes compañías estadounidenses están constituidas en el Estado de Delaware.⁵²³ Mientras que en el resto de Estados, siguiendo

⁵²⁰ Sobre la utilización de la elección del estado de incorporación por parte de los administradores v. BEBCHUK, L. A., “The Case for Increasing...”, cit., págs. 844-847.

⁵²¹ ROMANO, R., *The Advantage of Competitive Federalism for Securities Regulation*, American Enterprise Institute, Washington, DC, 2002, págs. 64-70. En este trabajo, la Prof.^a ROMANO recoge los principales estudios críticos sobre la materia y defiende que tanto la regulación ha mejorado gracias a la competición producida entre los diversos Estados, como lo han hecho los valores de cotización de las acciones. Esa mejora se consigue según su estudio porque los inversores elegirían incorporar en sus carteras de inversión acciones de aquellas sociedades recogidas bajo una normativa que proteja de forma más eficiente sus derechos.

⁵²² En esta línea se encuentra el Prof. BAINBRIDGE, S. M., *Corporate Governance after...*, cit.; “Does state corporate law really race to the top?”, *Blog de Stephen Bainbridge’s Journal of Law*, 2013, consultado el 5 de septiembre de 2017 en <http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2003/09/does-state-corporate-law-really-race-to-the-top.html>.

⁵²³ Dos tercios de las sociedades cotizadas estadounidenses y más del 60% de las compañías del “500 Fortune” están inscritas en el Estado Delaware. A pesar de este porcentaje, de vez en algunos autores señalan que cualquier pequeño fallo en el sistema normativo existente hasta este momento podría suponer el fin de esta hegemonía que ha durado ya décadas. Como es el caso del Prof. DERSHOWITZ en la noticia publicada por FORBES, “Should Your Company Incorporate In Delaware ? Not So Fast”, 27 de octubre de

la estela del líder y luchando por no perder sociedades que contribuyan fiscalmente en su territorio, se regula de forma cada vez más suave a las sociedades anónimas.

Como vemos, en los Estados Unidos no sólo se debe decidir qué tipo social es más conveniente,⁵²⁴ sino que también se debe elegir en qué estado les conviene constituirse en virtud de su normativa. Cabe recordar en este punto que la Constitución de los Estados Unidos permite que las sociedades se constituyan con base en la normativa del estado de su elección, independientemente de donde se encuentre el centro de su efectiva administración y dirección.⁵²⁵ Incluso, algunas sociedades ya constituidas deciden trasladar su domicilio social y, por tanto, su estado de referencia por medio de un procedimiento llamado de “reincorporación” (*reincorporation*) teniendo, en la mayoría de los casos como destinatario el Estado de Delaware.⁵²⁶

2017, consultado el 1 de febrero de 2018 en <https://www.forbes.com/sites/janetnovack/2017/10/27/should-your-company-incorporate-in-delaware-not-so-fast/#fecfe09723de>.

Por tanto, es habitual que a la hora de estudiar el régimen jurídico de las sociedades cotizadas, al estar mayoritariamente constituidas bajo la Ley del Estado de Delaware, se utilice de referencia su normativa de este Estado, que este caso es la “*Delaware General Corporation Law*” (SHADE, J., *Business associations in a nutshell*, 3rd, West, St. Paul, MN, 2010, págs. 6-7). También teniendo en cuenta el poder de atracción de la Bolsa de Nueva York y la presencia de grandes empresas tecnológicas en el Estado de California, será interesante también la regulación de la sociedad cotizada en estos dos Estados.

⁵²⁴ Que en el caso de las sociedades cotizadas deberá ser algún tipo de sociedad de carácter abierto, siendo la forma más habitual la de “*corporation*”. Sin embargo, hay que indicar que en el ordenamiento estadounidense los valores de ciertas sociedades de responsabilidad limitada y, en algunos casos también personalistas, entre ellas las “*limited liability companies*” y las “*master limited partnership*”, respectivamente pueden cotizar en los mercados de valores (ARMOUR, J.; HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R.; PARGENDLER, M., “What is Corporate Law?”, en AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*, 3ª Ed., Oxford University Press, Oxford, 2017, págs. 1-28, pág. 2). En España, también es el caso de las sociedades de responsabilidad limitada que desde 2015 pueden emitir obligaciones u otros valores negociables agrupados en emisiones, pero no de las sociedades personalistas.

⁵²⁵ PINTO, A. R., “An Overview of United States Corporate Governance in Publicly Traded Corporations”, *Am. J. Comp. L.*, 58, 2010, págs. 257-284, pág. 262.

⁵²⁶ Este proceso de reincorporación o cambio de domicilio habitualmente se consigue mediante la fusión de la compañía en cuestión con una empresa fantasma o *shell company* que esté constituida bajo la normativa de Delaware. Para saber más sobre este proceso, v. BEBCHUK, L. A., “The Case for Increasing...”, cit., págs. 844-845.

El 80% de los supuestos de reincorporación producidos en territorio estadounidense tiene como destino el Estado de Delaware (V. EASTERBROOK, F. H.; FISCHER, D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge, 1991, págs. 212-213).

En cualquier caso, este conflicto no debería parecer tan lejano cuando se está planteando en la propia Unión Europea. En un primer análisis, parece más que razonable que este proceso de este calado pueda ocurrir por cuanto que es competencia de los Estados miembros el régimen fiscal societario y no existe, recordemos un Derecho societario unificado. Así, no nos extraña ver como muchas de las principales compañías tecnológicas estadounidenses establecen sus filiales en Irlanda, Luxemburgo o Estonia donde los tipos de gravamen les son más beneficiosos.⁵²⁷ Sin embargo, el proceso de cambio de domicilio (*reincorporation* en los Estados Unidos) es algo más complejo en el marco de la Unión Europea.⁵²⁸ Aun así, el TJUE permite el traslado del domicilio social de una sociedad de un Estado miembro a otro sin que se produzca su traslado efectivo y sin que medie la tradicional obligación de liquidación, por lo que el sistema parece que se está liberalizando en cierta medida.⁵²⁹

⁵²⁷ Sin embargo, la intención de la Unión Europea es tratar de vincular la imposición fiscal a su presencia digital y no a la localización de su plantilla de forma que pueda controlar esta distorsión. V. EUROPEAN COMMISSION, *Memo on the Action Plan for Fair and Efficient Corporate Taxation in the EU*, 2018, consultado el 21 de marzo de 2018 en http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-15-5175_en.htm.

⁵²⁸ El traslado del domicilio social de una sociedad de un Estado miembro a otro son aspectos inherentes a la libertad de establecimiento garantizada por los artículos 49 y 54 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Sin embargo, este principio originalmente se interpretaba de forma que no permitía que se realizara el traslado y al mismo tiempo conservar su capacidad jurídica sin más (Título IV, capítulo 2, de dicho Tratado). Sobre aquella parte de la doctrina que consideraba aceptable la limitación del principio de libre establecimiento v. VACCARO, E., “Transfer of Seat and Freedom of Establishment in European Company Law”, *EBLR*, 16, 6, 2005, págs. 1348-1365, págs. 1349-1350.

⁵²⁹ Esta cuestión ya se había tratado en los casos Centros Case C-212/97, Centros Ltd v Erhervs-og Selskabsstyrelsen (1999), ECR I-1459; Überseering Case C-208/00, Überseering BV v Nordic Constriction Company Baumanagement GmbH (2002), ECR I-9919; e Inspire Art Case C-167/01, Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v Inspire Art Ltd (2003), ECR I-10155. Sobre el *forum shopping* o *regulatory competition*, como se conoce a esta práctica, utilizado por diversas empresas para tratar de evitar la aplicación de normas de participación de los trabajadores, entre otras cuestiones, v. HIERRO ANIBARRO, S., “Cogestión y gobierno corporativo en europa: Un viaje de ida y vuelta”, *RdS*, 52, 2018, págs. 61-105, pág. 88 y ss.; MONTALENTI, P., “Sociedades cotizadas, mercados...”, cit., pág. 22 y EMBID IRUJO, J. M., “El Derecho de Sociedades ante la Crisis”, cit., págs. 57-58.

Sin embargo, parece que hasta fechas recientes no había quedado clara la interpretación del TJUE. La cuestión se reabrió con el Caso Polbud, en el que se dejó entrever la necesidad de precisar el principio de libertad de establecimiento para incluir también dentro de este principio el traslado del domicilio social [STJUE (Gran Sala) de 25 de octubre de 2017 sobre el asunto C-106/16 (Polbud — Wykonawstwo sp. z o.o.), puede consultarse en la siguiente página web: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A62016CJ0106>].

Sin embargo, con la creciente influencia de los inversores institucionales en los Estados Unidos, el “*race to the bottom*” parece haber perdido fuerza. Estos inversores, con un poder mayor que los tradicionales inversores individuales dispersos, no invertirán en aquellas empresas que estén situadas en Estados que tengan una normativa restrictiva de sus intereses ni permitirán fácilmente la *reincorporation* de aquellas empresas en las que hayan invertido hacia legislaciones con esas características.⁵³⁰ Además, teniendo en cuenta que, como hemos indicado al principio de este epígrafe, estos inversores tenderán a exportar su forma de actuar y sus principios de gobierno corporativo a aquellos países en los que invierten, podemos concluir que ello también ocurrirá a nivel internacional y que solo invertirán en aquellos países que cuentan con una normativa favorable a sus intereses.

4.3.- Los códigos de buen gobierno y otras herramientas de autorregulación

Dentro de la regulación societaria también debemos tener en cuenta los instrumentos que no están incluidos en el Derecho positivo. Nos referimos, en nuestro entorno, a los códigos de buen gobierno y otras propuestas de autorregulación.

4.3.1.- Los códigos de buen gobierno y el fenómeno de la autorregulación en los Estados Unidos

En este caso optamos por hacer referencia a los Estados Unidos en primer lugar porque es allí donde primero se desarrollaron este tipo de propuestas, si bien la gran expansión llegaría posteriormente con el Reino Unido y su Informe Cadbury al que nos referiremos en el siguiente epígrafe.

El TJUE en este caso plantea que debe existir un verdadero derecho a elegir libremente el Estado miembro donde domiciliar una sociedad, siempre que se cumpla con los requisitos legales del nuevo régimen jurídico que le será de aplicación. En la Sentencia se reconoce así este derecho de libertad de establecimiento “*aun cuando la sociedad ejerza lo fundamental, incluso la totalidad, de sus actividades en el primer Estado miembro*” (párrafo 38 de la Sentencia). Sobre esta cuestión, v. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., “De nuevo sobre el traslado de sede social al extranjero: comentario al caso Polbud”, *La Ley Mercantil*, 41, 2017, págs. 1-9, pág. 1; LUCINI, Á., “Derecho societario europeo: a vueltas con la sentencia del caso Polbud y la Directiva que viene”, *El Notario*, 78, 2017, págs. 36-41, pág. 37.

⁵³⁰ BEBCHUK, L. A., “The Case for Increasing...”, cit., pág. 913; ROMANO, R., *The Advantage of Competitive...*, cit., págs. 64-65.

Además de las normas estatales y federales estadounidenses, y en cierta medida a consecuencia de estas o, más bien a consecuencia de sus lagunas, surgió el movimiento de gobierno corporativo estadounidense a finales de los años 70 del siglo pasado.⁵³¹ Estamos ante una serie de informes, códigos y recomendaciones sobre el “buen gobierno corporativo” que buscan el equilibrio de poderes en las sociedades cotizadas, mejorando las relaciones entre los accionistas y los administradores y tratando de reactivar la junta general.⁵³²

Hay que tener en cuenta que en los Estados Unidos, además del *soft law* también será habitual encontrar normas de funcionamiento del mercado que se imponen a sus participantes, es decir, que tendrán carácter vinculante para las sociedades emisoras. Los ejemplos más paradigmáticos de este tipo de normas son las que emanan de las dos principales bolsas de los Estados Unidos, la de Nueva York (NYSE) y la de NASDAQ, los llamados códigos de las bolsas.⁵³³

Respecto a la primera, se trata de los NYSE *Corporate Governance Standards* dentro de la sección 303A de la *Listed Company manual rule*.⁵³⁴ A diferencia de nuestros

⁵³¹ V. CHEFFINS, B. R., “The History of Corporate Governance”, en AA.VV., *Oxford Handbook of Corporate Governance*, D. Siegel, K. Keasey, I. Filatotchev, (Eds.), Oxford University Press, Oxford, 2013, págs. 46-64.

⁵³² SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., págs. 87-89.

⁵³³ Las normas son emanadas por sujetos distintos al legislador o a los entes públicos dentro de sus potestades reglamentarias o normativas. En este caso se trata de normas que tienen su origen en los órganos rectores de las bolsas de Nueva York y NASDAQ. El hecho de que no sean normas primarias (emanadas por el legislador) no significa que no puedan ser imperativas ni tener efectos vinculantes. En estos casos, el hecho de cotizar en esas Bolsas implicará la obligatoriedad de cumplir con sus propias normas. Sobre este tipo de normas, v. ARMOUR, J. Y OTROS, “What is Corporate Law?”, cit., pág. 16; HOPT, K. J., “Comparative corporate governance: The state of the art and international regulation”, *Am. J. Comp. L.*, 59, 1, 2011, págs. 1-73, pág. 10; MÄNTYSAARI, P., *Comparative Corporate Governance...*, cit., pág. 34.

La mayoría de las principales sociedades cotizadas estadounidenses cotizan en una de esas dos bolsas, es por ello por lo que solo hacemos referencia a estas. Así lo reconoce también HASKOVEC, N., “Codes of Corporate Governance”, *Working Paper published by the Millstein Center for Corporate Governance and Performance*, 2012, págs. 1-34, pág. 22, consultado el 12 de febrero de 2017 en [https://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/Codes of Corporate Governance_Yale_053112.pdf](https://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/Codes_of_Corporate_Governance_Yale_053112.pdf)). Cabe mencionar que ambas normas fueron modificadas por la *Sarbanes-Oxley Act* y la *Dodd-Frank Act*.

⁵³⁴ Estos estándares así como el manual fueron aprobado en julio de 2009, sin embargo no han permanecido impenables y han sufrido multitud de modificaciones, siendo la más reciente del 10 de septiembre de 2018.

códigos de buen gobierno, esta norma dictada por la NYSE es de obligado cumplimiento.⁵³⁵ Por otro lado, en NASDAQ la norma aplicable a su bolsa es el *Nasdaq Stock Market Rule 4350(n) Code of Conduct*.⁵³⁶

Por otro lado, también hay ejemplos de códigos de buen gobierno estadounidenses. Es más, el primer código de buen gobierno se elaboró en 1976 y se trataba del *Corporate Director's Guidebook* de la *American Bar Association*, redactado por el mismo comité que se encargaba de la elaboración y mantenimiento de la MBCA. Entre las varias funciones que tuvo este primer código, destaca su propuesta de sistema de gobierno para las sociedades cotizadas, en el que se incluía unos primeros principios de buenas prácticas teniendo en cuenta las novedades doctrinales en la materia.⁵³⁷ Poco tiempo después, en 1978, llegarían los *Principles of Corporate Governance* del *American Law Institute*.⁵³⁸ Esta segunda experiencia estadounidense tenía como principal finalidad

El *Listed Company manual rule* del NYSE son un conjunto de reglas bastante detalladas relativas a sociedades cotizadas. Además de regulación sobre la cotización de los valores, el manual recoge requisitos y recomendaciones respecto materias de gobierno corporativo, comunicaciones entre y con los accionistas y la aprobación por parte de los accionistas de este tipo de cuestiones (NEW YORK STOCK EXCHANGE, "Corporate Governance Standards", *Listed Company manual rule*, 2009, consultado el 15 de abril de 2018 en <http://wallstreet.cch.com/LCM>).

⁵³⁵ En la sección 303A.00 *Introduction* se indica que las compañías cotizadas deberán cumplir con los estándares que se señalan en esta sección además de los requerimientos que se establezcan en la *Sarbanes-Oxley Act*. Asimismo, en la sección 303A.09 se establece que las sociedades cotizadas deben adoptar y divulgar estas directrices de gobierno corporativo. Sobre los *Corporate Governance Standards* v. ZABALA ORTIZ DE LA TORRE, I., *Gobierno corporativo...*, cit., págs. 284-287.

⁵³⁶ En virtud de la provisión 0115 sobre la aplicabilidad de las reglas contenidas en el *Nasdaq Stock Market Rule 4350(n) Code of Conduct* por la que se establece que serán aplicables a todos los miembros y personas que tengan una vinculación con los mismos en dicho mercado. V. NASDAQ STOCK MARKET, "Code of Conduct", *The Nasdaq Stock Market Rules*, consultado el 13 de enero de 2006 en http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_1_1_1&manual=/nasdaq/main/nasdaq-equityrules/.

⁵³⁷ V. MITCHELL, L. E., "The Trouble with Boards", en AA.VV., *Perspectives on corporate governance*, F.S. Kieff, T.A. Paredes, (coord.), Cambridge University Press, Nueva York, 2010, págs. 17-61, págs. 35-36.

⁵³⁸ Se trata de los *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* que fueron redactados por el *American Law Institute* (EISENBERG, M. A., "An Overview of the Principles of Corporate Governance", *BL*, 48, 1993, págs. 1271-1296, pág. 1271; SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., págs. 87-88). Aunque el proyecto empezó en 1978, realmente no entró en funcionamiento hasta 1980 y el proyecto no se dio por concluido hasta unos doce años más tarde, en 1990. Además, la versión final de los Principios se publicó por el *American Law Institute* en 1992. Como vemos, estas fechas ya no se alejan tanto del año de publicación del Informe Cadbury en el Reino Unido, 1992.

aportar mayor claridad y simplificar las normas de gobierno corporativo, así como adaptarlas a las necesidades de las sociedades cotizadas. Como se ve, desde el principio, este tipo de códigos, informes o normas autorreguladoras han tenido entre sus finalidades la de acomodar la realidad del mercado a sus principios, de forma que fuera más fácil y rápido ajustar el gobierno interno de las sociedades cotizadas que si se hiciera por medio de la regulación federal o estatal. Sin embargo, aunque los primeros ejemplos, como vemos, son de origen estadounidense; no fue hasta la publicación del Informe Cadbury en el Reino Unido, cuando este tipo de regulación tendría la forma y la relevancia que tienen los códigos de buen gobierno actualmente.

Existen multitud de guías y códigos en los Estados Unidos similares a la que acabamos de mencionar, sin que ninguna de las propuestas pueda considerarse como la principal, especialmente debido a la tradicional resistencia a centralizar de forma general la regulación en materia de Derecho de sociedades en los Estados Unidos.⁵³⁹ A pesar de ello, en este caso queremos destacar dos guías o códigos por su actualidad. En primer lugar, podemos mencionar los Principios de sentido común de gobierno corporativo (*Commonsense Principles of Corporate Governance*) publicados por un conjunto de representantes de las principales sociedades cotizadas e inversores institucionales.⁵⁴⁰ En segundo lugar también es reseñable la *NYSE: Corporate Governance Guide* publicada por NYSE en 2014.⁵⁴¹ En este caso, se trata de recomendaciones de buenas prácticas que

⁵³⁹ HASKOVEC, N., “Codes of Corporate Governance”, cit., pág. 6. Existe una considerable variedad de códigos o guías en materia de gobierno corporativo en los Estados Unidos. Cabe mencionar que algunas agrupaciones de inversores también publican sus propias guías haciendo especial hincapié en sus intereses como accionistas. Es el caso de los *Commonsense Principles of Corporate Governance* de los que hablaremos a continuación, que son emitidos principalmente por un conjunto de entidades e inversores institucionales, de forma muy parecida a los *Corporate Governance Principles for US Listed Companies*, cuyos promotores son un conjunto de gestores de activos.

⁵⁴⁰ Sobre estos principios de gobierno corporativo, con disculpas por la autocita, puede consultarse HERRERO MORANT, R., “Publicación en Estados Unidos de los «Principios de sentido común de gobierno corporativo»”, *RdS*, 47, 2016, págs. 415-418. Estos principios pueden consultarse en la página web: <http://www.governanceprinciples.org>.

⁵⁴¹ NYSE: Corporate Governance Guide editado conjuntamente por la NYSE y Steven A. Rosenblum, Karessa L. Cain, Sebastian V. Niles, por el despacho Watchtell, Lipton, Rosen and Katz. (NEW YORK STOCK EXCHANGE; INTERCONTINENTAL EXCHANGE COMPANY, *NYSE: Corporate Governance Guide*, White Page Ltd, 2014, consultado el 20 de julio de 2018 en https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Corporate_Governance_Guide.pdf).

tienen como finalidad tratar de influir en el comportamiento del consejo de administración y de la sociedad.

4.3.2.- Los códigos de buen gobierno en España

El principal tipo de norma de tipo *soft law* de nuestro ordenamiento son los códigos de buen gobierno. Estos son un conjunto de recomendaciones y principios, de carácter no obligatorio y con un cierto carácter ético, que tienen como objetivo la mejora del gobierno interno de las empresas.⁵⁴² Son un instrumento que entre sus finalidades principales se encuentra la potenciación y el refuerzo de la junta general como órgano de las sociedades cotizadas, junto el fomento de la participación de los accionistas. Para ello será necesario mejorar los procedimientos de participación para que sean menos formalistas y más fáciles de ejercer por los accionistas.⁵⁴³ La versión más reciente de los códigos de buen gobierno de las sociedades cotizadas es el CBG, publicado por la CNMV el 24 de febrero de 2015.⁵⁴⁴

⁵⁴² Sin ánimo de recoger todos los trabajos existentes sobre esta materia, si nos parece interesante reseñar los siguientes: FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “El debate actual sobre el gobierno corporativo: aspectos metodológicos y de contenido”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, G. Esteban Velasco (coord.), Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 55-94, págs. 63-69; OLIVENCIA RUIZ, M., “El gobierno corporativo como instrumento al servicio del accionista minoritario”, en AA.VV., *Accionistas minoritarios - Cuadernos de Derecho para Ingenieros 10*, J. Cremades García (coord.), La Ley, Madrid, 2011, págs. 49-62, págs. 53-54, PERDICES HUETOS, A. B.; RIAÑO LÓPEZ, D., “El gobierno corporativo en España”, en AA.VV., *Ética empresarial y códigos de conducta*, J. L. Goñi Sein (dir.), La Ley, Madrid, 2011, págs. 31-58 y más recientemente, PÉREZ MORIONES, A., “Gobierno corporativo y junta general: del Código Olivencia al Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas”, *RDBB*, 147, 2017, págs. 199-226 y DE LA ORDEN DE LA CRUZ, M. DEL C., “Estudios y debates sobre los códigos de buen gobierno”, *RDMV*, 16, 2015, págs. 1-11, págs. 1-2.

No hay que olvidar que pese a que el contenido de los códigos tienen carácter de recomendaciones y principios sin que sean de obligado cumplimiento, en muchos casos regirá el principio de *comply or explain* por el que las sociedades deberán cumplir las recomendaciones o explicar porque no las han seguido (PALÁ LAGUNA, R., “Soft Law, Moral Suasion y Autorregulación: ¿Tibieza del Legislador o Prudencia en la Elaboración de las Normas Jurídicas?”, *NUL*, 1, 2010, págs. 1-22, pág. 21).

⁵⁴³ PÉREZ MORIONES, A., “Gobierno corporativo...”, cit., págs. 201-202.

⁵⁴⁴ El CBG puede consultarse en la siguiente página web: https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/codigo_buen_gobierno.pdf.

Como ya hemos anticipado, algunas de las recomendaciones que se recogían en los diferentes códigos de buen gobierno españoles,⁵⁴⁵ han pasado a formar parte de nuestro Derecho positivo.⁵⁴⁶ Pero no todas las materias deben ser objeto de regulación legal, y por ello el papel del *soft law* y del CBG sigue siendo un instrumento esencial para las sociedades cotizadas. Si se puede extraer una conclusión clara de la historia del Derecho de sociedades es que tradicionalmente los cambios en el mercado y en la práctica se producen con anterioridad a los avances legislativos, y el *soft law* permite una adaptación más rápida a la realidad del momento que el Derecho positivo.⁵⁴⁷

Un buen gobierno corporativo es esencial en el ámbito de las sociedades cotizadas. Permite generar valor, mejorar la eficiencia económica de la empresa y reforzar la confianza de los inversores.⁵⁴⁸ En ese entorno es más fácil tratar de vincular a algunos de los accionistas con el proyecto empresarial a largo plazo. Establecer una regulación imperativa dentro del Derecho positivo no debe ser la regla general.⁵⁴⁹ La solución pasa por un equilibrio entre la regulación europea y nacional, junto con la utilización de herramientas de *soft law*.⁵⁵⁰

Además, desde una perspectiva internacional, la dificultad de codificar unas reglas comunes a nivel global puede superarse mediante el establecimiento de normas híbridas

⁵⁴⁵ En nuestro país hemos tenido cuatro códigos de buen gobierno hasta el momento, sin contar la modificación del CUBG. En concreto podemos hacer referencia al Código Olivencia, al Informe Aldama, al CUBG y al CBG, sobre los que hablaremos con más detalle en el siguiente epígrafe 5.5.2.

⁵⁴⁶ Durante la crisis hemos observado, como ya hemos anticipado anteriormente, que la regulación de gobierno corporativo se iba plasmando en normas de Derecho positivo, v. DE CARLOS BERTRÁN, L., “La sociedad cotizada”, cit., pág. 35.

⁵⁴⁷ Sobre la presión que ejercen los nuevos hechos sobre las reformas legislativas (SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., págs. 80-81).

⁵⁴⁸ Así, ad.ex., lo recoge el Preámbulo de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.

⁵⁴⁹ Es cierto, que hasta el inicio de la crisis financiera la regulación vía Derecho positivo era demasiado escasa y la doctrina consideraba que la autorregulación no había sido suficiente ni eficaz. V. PALÁ LAGUNA, R., “Soft Law, Moral...”, cit., págs. 20-21, y la referencia incluida al tratar la cuestión de la “juridificación” de la RSC en APARICIO GONZÁLEZ, M. L., “La RSC: nuevo elemento de la gobernanza de las sociedades cotizadas”, *ACM*, 1, 2016, págs. 113-144, pág. 118. Sin embargo, no debemos dejarnos llevar hasta el punto de considerar el total abandono del *soft law* como buena práctica en el gobierno de la sociedad cotizada.

⁵⁵⁰ V. MUKWIRI, J.; SIEMS, M. M., “The Financial Crisis...”, cit., págs. 70-71.

no vinculantes, es decir, por medio del *soft law*.⁵⁵¹ En el último epígrafe analizaremos con mayor detalle estas cuestiones y él nos remitimos.

5.- El gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas

Podemos definir gobierno corporativo como aquel conjunto de instrumentos jurídicos que tienen como finalidad dar solución a los problemas que se generan entre los distintos miembros de la sociedad (accionistas, administradores y *stakeholders*).⁵⁵² El gobierno corporativo está formado por una serie mecanismos que tienen como objetivo alinear los incentivos de los agentes (ya sean los accionistas de control o los administradores)⁵⁵³ y los principales (generalmente los accionistas inversores o accionistas minoritarios). Un marco jurídico en el que los intereses de los accionistas, especialmente los minoritarios, son representados, protegidos y su activismo fomentado de alguna forma. Con estas medidas se busca reducir tanto los costes de agencia, los problemas generados por la separación de la propiedad y el control como los conflictos

⁵⁵¹ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “Gobierno corporativo y seguridad jurídica: una contribución al estudio del mercado global en el ámbito societario”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez, (coord.), vol. II, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 465-526, pág. 496.

⁵⁵² VIVES RUIZ, F., “Junta general y delegaciones de voto”, en AA.VV., *Gobierno corporativo (Cuadernos de derecho para ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) C. Paz-Ares (coord.), La Ley, Las Rozas (Madrid), 2009, págs. 187-214, pág. 191.

Por *stakeholders* la doctrina suele referirse al conjunto de partes que efectiva o potencialmente pueden estar afectadas por la sociedad, incluyendo, habitualmente, a los trabajadores, proveedores, acreedores y clientes; incluso el conjunto de la comunidad en el que actúa la sociedad. Su inclusión dentro de la definición de gobierno corporativo se realizó al desarrollarse el concepto de responsabilidad social corporativa (RSC), es decir, aquellas acciones que toma la sociedad para tratar de evitar dañar los intereses de sus *stakeholders* y contribuir al bienestar social. Sobre esta cuestión v. HERTIG, G., “Governance by Institutional Investors in a Stakeholder World”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 821-838, pág. 822; LANGFORD, R. T., “Stakeholder Interests - Balancing or Considering?”, *Co. Secur. Law J.*, 32, 2014, págs. 64-70, págs. 64-65.

⁵⁵³ Teniendo en cuenta los problemas de agencia de segundo nivel, como es el caso del conflicto que se puede generar entre los accionistas minoritarios y los accionistas de control, en ese caso estos segundos estarían actuando como agentes siendo los primeros los principales. Sobre los problemas de agencia hablaremos en el epígrafe 5.2. siguiente.

de interés.⁵⁵⁴ Otros autores también han señalado que mediante la aplicación de los principios del gobierno corporativo también se persigue una maximización del valor de la empresa, así como una mayor protección de los inversores.⁵⁵⁵

Entre los diversos instrumentos de gobierno corporativo, PAZ-ARES destaca la constitución de un consejo de administración con capacidad de supervisión del equipo ejecutivo, la inclusión de un sistema de OPAs obligatorias que permita el control por parte de los mercados, el establecimiento de un sistema de remuneración de los consejeros y directivos adecuado, la concentración del accionariado como mecanismo de vigilancia, el reposicionamiento de los inversores institucionales como accionistas activos, la fijación del procedimiento de responsabilidad de los administradores, la renovación del papel de la junta y del sistema de delegación del voto.⁵⁵⁶

En esta tesis nos vamos a centrar en estudiar principalmente el papel de los inversores institucionales como una fuerza proactiva en la junta y, en particular, respecto a su ejercicio del derecho de voto. Con carácter previo, expondremos brevemente algunos aspectos generales del gobierno corporativo, para centrarnos en aquellos puntos de especial relevancia para los inversores institucionales.

⁵⁵⁴ FISCHER, D. R., “The Corporate Governance Movement”, *Vand. L. Rev.*, 35, 6, 1982, págs. 1259-1282, pág. 1265.

⁵⁵⁵ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “El debate actual sobre...”, cit., págs. 59-60. El autor en este trabajo señala que con la introducción de una nueva organización dentro de la sociedad, delimitando de forma más clara las funciones de los administradores y teniendo en mente la promoción del interés de los accionistas, se podría alcanzar un incremento del valor de las acciones y por ende de la sociedad en su conjunto. Esta cuestión, conocida como la maximización del valor de la empresa o el *shareholder value*, ha sido ampliamente tratada por la doctrina estadounidense. V. entre otros, HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R., “The End of History for Corporate Law”, en AA.VV., *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, J.N. Gordon, M.J. Roe, Cambridge University Press, Cambridge, 2001, págs. 33-68, pág. 33,45,59-60 y la bibliografía allí citada.

⁵⁵⁶ Así lo señala PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “Gobierno corporativo: presentación”, en AA.VV., *Gobierno corporativo (Cuadernos de derecho para ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dir.) C. Paz-Ares (coord.), La Ley, Las Rozas (Madrid), 2009, págs. 13-16, pág. 13. Este autor utiliza la denominación *insiders* para referirse a los que muchos autores se refieren como agentes y *outsiders* para los principales. Si bien los términos no son exactamente equivalentes, en el contexto en el que vamos a utilizarlos pueden serlo indistintamente. V. también sobre esta cuestión ESTEBAN VELASCO, G., “Presentación: ¿Una nueva manera de entender e impulsar?”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, G. Esteban Velasco (coord.), Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 25-50, pág. 29.

5.1.- Notas sobre el origen del gobierno corporativo

En primer lugar vamos a hacer una breve referencia al origen e historia del gobierno corporativo. Conocer, aunque sea a grandes rasgos la evolución histórica de esta materia es trascendental para comprender el sentido de la misma.

La mayoría de los autores sitúan el nacimiento de este movimiento de gobierno corporativo en el trabajo de BERLE y MEANS de 1932 (*The Modern Corporation and Private Property*), obra en la que se señala claramente la separación entre la propiedad y el control en las sociedades estadounidenses modernas y los problemas que ello trae consigo, así como el papel que juega la dispersión del accionariado en esta separación.⁵⁵⁷

Sin embargo, existieron autores previos que también señalaron esta idea de la separación entre propiedad y control, entre los que destaca el Prof. RIPLEY y su obra *Main*

⁵⁵⁷ Aunque con los años, lo que verdaderamente destaca de su trabajo no es su análisis de la división de los accionistas y la afirmación de que el poder se ejercía realmente por parte de los gestores (lo que además como señalamos a continuación realmente no era novedoso), sino la forma en la que describieron las sociedades, casi de forma anatómica, tal y como señala VIVES RUIZ, F., “Los conflictos de intereses...”, cit., págs. 8-9. Estos autores primero reflejaron como eran las sociedades realmente, identificaron quien ejercía qué poder en ellas y describieron los problemas que esto generaba y las posibles soluciones. Un verdadero análisis de la distribución del poder, tal y como en nuestro entorno hizo GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit. Más recientemente podemos hacer referencia al trabajo de GONDRA ROMERO que analiza la evolución del gobierno corporativo en los últimos 100 años, y haciendo una especial mención, como no puede ser de otra forma, al trabajo de los Profs. BERLE Y MEANS. V. GONDRA ROMERO, J. M., “100 Años de debate sobre el «gobierno corporativo»: La importancia del contexto”, *RdS*, 52, 2018, págs. 29-60, págs. 33-36.

Street and Wall Street.⁵⁵⁸ No obstante, la expresión tal y como la conocemos (*corporate governance*) no llegaría hasta 1960.⁵⁵⁹

Sin embargo los conflictos entre los inversores y la dirección han existido desde mucho antes que BERLE y MEANS se hicieran eco de ellos. Realmente existe desde el surgimiento de las modernas sociedades mercantiles.⁵⁶⁰ Así, ad.ex., ya en la primera “compañía”, la Compañía Holandesa de las Indias Orientales, en el siglo XVII, existían problemas debido a la dispersión de su accionariado, respecto a los que destaca, en este caso, un problema con las votaciones realizadas bajo supuestos de conflictos de

⁵⁵⁸ RIPLEY, W. Z., *Main street and Wall street*, cit. Esta obra es incluso citada por los propios BERLE Y MEANS, al estudiar las acciones sin voto (BERLE, A. A.; MEANS, G. C., *The modern corporation and private property*, cit., pág. 76). Sin embargo, estos, a diferencia de RIPLEY, no harían suyos que el principal objetivo del gobierno corporativo debería ser la protección de los accionistas, es más, no veían que la separación de la propiedad y el control fuera un problema el funcionamiento de la economía, sobre el que también habla WELLS, H., “The Birth of Corporate Governance”, *Seattle U. L. Rev.*, 33, 4, 2010, págs. 1247-1292, págs. 1249-1250.

En los años 20, el Prof. RIPLEY inició una cruzada con el objetivo de mejorar lo que hoy se conoce como “gobierno corporativo” tratando de evitar la utilización de las recientes invenciones de la época en materia de financiación por las que se otorgaba mayor control a los administradores. Algunas de sus propuestas fueron aceptadas por los legisladores, estableciéndose mejoras en la protección de los accionistas. Sin embargo, no fue suficiente y la crisis financiera que vaticinaba acabó ocurriendo en 1929. Así lo analizan, entre otros, TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. XXXII; WELLS, H., “The Birth of Corporate Governance”, cit., págs. 1247-1248.

Entre los autores que reconocen la aportación del Prof. RIPLEY al fenómeno del gobierno corporativo podemos citar, entre otros, al Prof. COFFEE que destaca la capacidad del autor para anticiparse al “Crack del 29” (COFFEE, JR., J. C., “The Rise of Dispersed Ownership...”, cit., pág. 34 y 38) o al Prof. HOWELL al hablar de las estructuras societarias con dos clases de acciones (HOWELL, J. W., “The survival of the U.S. dual class share structure”, *J. Corp. Fin.*, 44, Elsevier B.V., 2014, págs. 440-450, pág. 445). Entre nosotros, entre otros, GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 32.

Por otro lado cabe mencionar que en la doctrina española el primer autor en tratar del problema de la separación del control y la propiedad fue GARRIGUES, J., *Nuevos hechos...*, cit., págs. 57-60.

⁵⁵⁹ EELLS, R., *The meaning of the modern business: an introduction to the philosophy of large corporate enterprise*, Columbia University Press, Nueva York, 1960, pág. 108. En esta obra, el autor hace una referencia a una estructura o sistema político corporativo (usado como símil del propio gobierno de un Estado) donde el “gobierno” se encontraría situado en el consejo de administración. Sin embargo, la expresión no se utilizará de forma generalizada hasta los años 80 cuando surge el moderno movimiento de gobierno corporativo en los Estados Unidos.

⁵⁶⁰ WELLS, H., “The Birth of Corporate Governance”, cit., pág. 1251.

intereses.⁵⁶¹ Incluso ADAM SMITH en el siglo XVIII identificó la divergencia de intereses entre los administradores y los propietarios de la sociedad como un problema corporativo.⁵⁶² De igual forma, en el siglo XIX se producía otro fenómeno que traía consigo un conflicto societario: la limitación al número de votos que podían emitir grandes accionistas, especialmente en Inglaterra, Brasil y Francia, en parte debido a problemas de mercado (competencia, regulación financiera, entre otros), rompiendo de esta forma la paridad entre una acción-un voto.⁵⁶³ A finales de ese siglo, se fue dando respuesta a esos problemas, dejando margen para que la doctrina pudiera encarar el estudio de los problemas de agencia entre los inversores y los *insiders* (ya fueran los accionistas respecto a los administradores, o los accionistas minoritarios respecto a los

⁵⁶¹ En este caso, el conflicto se produjo al utilizar la compañía para fines bélicos, de forma que durante la guerra con España, la compañía alcanzó mayores beneficios por capturar embarcaciones enemigas que por el propio negocio comercial. Situación que fue aprovechada por su accionista mayoritario en su propio beneficio (SCHOUTEN, M. C., “The mechanisms of voting efficiency”, *Colum. Bus. L. Rev.*, 3, 2010, págs. 763-834, pág. 21). A este supuesto hay que añadirle que los accionistas no invertían su dinero directamente en la compañía sino a través de sus administradores individuales (cada uno por una de las compañías que se fusionaron para crear la Compañía Holandesa de las Indias Orientales). Esto provocaba que los accionistas perdieran parte de sus mecanismos de control, al no poder ejercer de forma directa sus derechos de voto y empeoraba el conflicto entre los mismos y los administradores. Sobre esta cuestión puede consultarse, DE JONGH, M., “Shareholder Activism at the Dutch East India Company 1622-1625”, en AA.VV., *Origins of Shareholder Advocacy*, Jonathan G.S. Koppell, Palgrave Macmillan, Nueva York, 2011, págs. 61-87.

⁵⁶² Señalaba así el economista que el hecho de que los administradores gestionaran el dinero de otros en vez del suyo siempre iba a generar costes ya que no tendrían el mismo nivel de diligencia que si fuera su propio patrimonio: “*The directors of such companies [joint-stock], however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company*”. (SMITH, A., *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Feedbooks, Cambridge, 1999, pág. 731). Sobre este pasaje y su influencia en el moderno gobierno corporativo v. JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H., “Theory of the firm...”, cit., pág. 327).

⁵⁶³ HANSMANN, H.; PARGENDLER, M., “The evolution of shareholder...”, cit., págs. 1006-1007. Los autores de este trabajo señalan que aunque la intención del legislador al establecer las limitaciones de voto fue la de proteger a los accionistas minoritarios, realmente no fue una medida adecuada para este propósito, al llevar aparejados mayores costes relativos al ejercicio de los derechos de voto. Además, el establecimiento de estas limitaciones pudo desalentar a los grandes inversores a la hora de invertir en sociedades con este tipo de restricciones, así como facilitar el control por parte de los administradores que no veían limitada su actuación por los *blockholders*.

accionistas de control). Esta evolución permitió volver a la relación *one share-one vote*,⁵⁶⁴ y poco después surgirán los primeros trabajos que describen formalmente el problema de la separación de la propiedad y control tal y como hemos expuesto al principio de este capítulo.

Con el tiempo, en los años 60-70, el Derecho societario estadounidense se volvió incapaz de regular la realidad de las grandes corporaciones, llegando algunos autores a considerar que esta rama del Derecho estaba muerta.⁵⁶⁵ En este período existía una dominación absoluta por parte de los administradores, los cuales no encontraban prácticamente oposición en la sociedad para llevar a cabo sus propuestas.⁵⁶⁶ Durante esta época la doctrina estaba, por decirlo coloquialmente, absorta por el estudio de los costes de agencia, teniendo como principal referencia a los Profs. JENSEN y MECKLING.⁵⁶⁷ Mientras tanto, dentro de esta vorágine economicista (ya que los costes de agencia no deja de ser una teoría económica) no nos extraña que fuera también el momento en el que

⁵⁶⁴ HANSMANN, H.; PARGENDLER, M., “The evolution of shareholder...”, cit., págs. 1009-1010.

⁵⁶⁵ HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R., “The End of History for Corporate Law”, cit., págs. 34-35. Estos autores critican como los modelos actuales de gobierno corporativo orientados hacia los accionistas son el producto de décadas de apología hacia los modelos corporativos basados en la gestión de los administradores. Por otro lado, sobre este periodo también podemos consultar el trabajo de GILSON, R. J., “From Corporate Law to Corporate Governance”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 3-27, págs. 11-12. El autor expone en este trabajo como tras su muerte el Derecho de sociedades “resucitó” pero esta vez en forma de gobierno corporativo que conocemos actualmente.

⁵⁶⁶ GONDRA ROMERO, J. M., “100 Años de...”, cit., págs. 37-39.

⁵⁶⁷ La obra de referencia clave en este período será la de JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H., “Theory of the firm...”, cit., pág. 306 y ss. Es en esta obra en la primera en la que se hace referencia a la sociedad como una “caja vacía” o “caja negra”. Los autores dicen literalmente en este trabajo (el subrayado es propio): “*While the literature of economics is replete with references to the ‘theory of the firm’, the material generally subsumed under that heading is not a theory of the firm but actually a theory of markets in which firms are important actors. The firm is a ‘black box’ operated so as to meet the relevant marginal conditions with respect to inputs and outputs, thereby maximizing profits, or more accurately, present value. Except for a few recent and tentative steps, however, we have no theory which explains how the conflicting objectives of the individual participants are brought into equilibrium so as to yield this result.*” (Ibid. págs. 306-307). En otras palabras, las corporaciones son consideradas una “caja negra” en la medida en la que no se conocen ni se analizan los fenómenos que se producen en ellas, siendo únicamente relevantes las motivaciones de los individuos y las consecuencias de sus acciones sobre el mercado. Para los autores, las sociedades no pueden entenderse como “una cosa”, sino como un conjunto de relaciones representadas por una ficción jurídica. Más recientemente, también sobre la teoría de la caja vacía, v. GILSON, R. J., “From Corporate Law...”, cit., págs. 3-6.

se empezara a hablar del gobierno corporativo tal y como lo conocemos hoy en día, como reacción (y en cierta medida oposición) a este movimiento.⁵⁶⁸ Surge también durante este periodo el movimiento a favor de los *stakeholders*, con medidas que permitían mejorar la imagen de las grandes corporaciones de cara a la sociedad, demostrando que las sociedades también cuidaban de aquellos agentes económicos que se encontraban fuera de su estructura de dirección (trabajadores, clientes, proveedores e incluso la sociedad en su conjunto).⁵⁶⁹

Frente a la supremacía de los administradores, creció un movimiento cuyo principal objetivo era la protección de los intereses de los socios (la *shareholder theory*).⁵⁷⁰ Los intereses de los socios, como propietarios de la sociedad, deben ser priorizados frente a

⁵⁶⁸ Como hemos indicado, no fue hasta los años 70 cuando se empezó a utilizar el término “gobierno corporativo” y, únicamente, en los Estados Unidos. Mientras que al resto del mundo aun tardaría unos años más en llegar. V. CHEFFINS, B. R., “The History of Corporate Governance”, cit., pág. 46. A Europa llegó a través del Reino Unido en los años 90 y desde el principio esta materia tuvo buena acogida. Una de las primeras referencias llegó tras la constitución del *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* dentro de la normativa contable que se establecían desde la Bolsa de Londres y el Consejo de Información Financiera en 1991. No obstante, la verdadera expansión del gobierno corporativo llegaría con el Informe Cadbury en 1992. V. sobre esta evolución también CHEFFINS, B. R., “The History of Corporate Governance”, cit., págs. 57-58.

⁵⁶⁹ Algunos autores sitúan el origen de la RSC en los años veinte del siglo XX, cuando la doctrina empieza a cuestionarse la relevancia social que tienen las sociedades y sus administradores (v. AMESTI MENDIZÁBAL, C., “La responsabilidad social corporativa: una forma de administrar”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez*, (coord.), vol. II, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 413-445, págs. 418-420). La autora continua explicando que a pesar de ello, el verdadero nacimiento de esta materia, tal y como la conocemos hoy en día, se produjo en los años 60, cuando la doctrina entendió que las sociedades podían tener efectos negativos en sus trabajadores (ad.ex. en su salud), en la sociedad y en el medioambiente.

Sobre el origen de la RSC y para más información, sobre este movimiento, v., entre otros, ALONSO UREBA, A.; RONCERO SÁNCHEZ, A., “IIC, buen gobierno...”, cit., págs. 209-213; APARICIO GONZÁLEZ, M. L., “La RSC: nuevo elemento...”, cit., págs. 113-117; EMBID IRUJO, J. M.; DEL VAL TALENS, P., *La responsabilidad social...*, cit., págs. 50-54.

⁵⁷⁰ Hasta ese momento los accionistas se veían como unos meros acreedores de la sociedad con derecho a una parte proporcional del valor liquidativo de la sociedad, o como algunos autores estadounidenses denominaron, *residual claimants*. V. EASTERBROOK, F. H.; FISCHER, D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., págs. 67-68.

Contra este pensamiento y defendiendo la *shareholder theory*, encontramos a ROE, M. J., *Strong Managers, Weak Owners...*, cit. El título de este trabajo es bastante gráfico sobre las ideas del autor, por el que se considera que cuando los administradores son fuertes los propietarios son débiles.

la gestión de los administradores. Los derechos de los socios se deben tutelar, estableciéndose mecanismos para exigir responsabilidad a los administradores y procedimientos para impugnar los acuerdos sociales.⁵⁷¹ Sin embargo, no era fácil movilizar a la gran mayoría de los accionistas no eran más que minoritarios dispersos, con poco interés en el ejercicio de sus derechos o en participar en la organización de la sociedad. Es por ello por lo que el gobierno corporativo busca mecanismos y medidas para impulsar su participación y con ello mitigar los problemas que se generan por la estructura de las modernas sociedades anónimas. En este contexto se desarrolla también la doctrina del *shareholder value*. Por lo que el valor de las acciones en el mercado puede servir también para analizar la gestión de los administradores, pues una mayor valoración de la sociedad llevará aparejada una creación de valor para los accionistas.⁵⁷²

Así, ya en los años 80, el estudio del gobierno corporativo se generalizó de tal forma entre la doctrina estadounidense que podemos decir que se formó el denominado “movimiento de gobierno corporativo” (*corporate governance movement*).⁵⁷³ Junto a este movimiento llegaron los primeros códigos de gobierno corporativo.⁵⁷⁴ En especial fue uno

⁵⁷¹ MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., “La defensa del interés social...”, cit., págs. 101-102.

⁵⁷² Uno de los primeros trabajos en esta materia fue el de RAPPAPORT, A., *Creating shareholder value: the new standard for business performance*, The Free Press, Nueva York, 1986.

⁵⁷³ Sobre este movimiento y la doctrina de los últimos diez años se hacía eco FISCHER, D. R., “The Corporate Governance Movement”, cit., pág. 1260. El autor critica este movimiento, diciendo que la reforma que proclama no es necesaria y que no existen evidencias empíricas para considerar que la organización existente hasta ese momento en las sociedades fuera perjudicial para sus inversores o para la propia sociedad.

También sobre este movimiento, v. KOPPEL, R. H.; REILLY, M. L., “An Ounce of...”, cit., págs. 416, 443-444. Estos autores van más allá y unen el *corporate governance* a los primeros activistas accionariales, especialmente CalPERS. Como veremos más adelante, la materia de gobierno corporativa está fuertemente vinculada a los inversores institucionales y, especialmente, a aquellos más activos.

En cuanto al movimiento de gobierno corporativo en nuestro país, v. DE CARLOS BERTRÁN, L., “El secretario del Consejo de Administración y su papel esencial en el sistema de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas”, *La Ley Mercantil*, 17, 2015, págs. 1-23, pág. 9.

⁵⁷⁴ Sobre esta cuestión se puede consultar más adelante el epígrafe 5.3.

de los principales impulsores de estos códigos el Informe Cadbury,⁵⁷⁵ informe que se publicó en 1992 como reacción a los escándalos financieros de BCCI, Polly Peck y Maxwell. Un aspecto clave del Informe Cadbury fue que desde su inicio se planteó como un código ético, con carácter dispositivo bajo el planteamiento del principio “cumplir o explicar”. A este informe le siguieron otros muchos, ya fuera por propuestas en forma de códigos como incluso por leyes en Estados Unidos y algunos países de Europa.⁵⁷⁶ En nuestro país en concreto tuvo su adaptación a través del Código Olivencia de 1998.

A pesar de que el contenido de los diferentes códigos e informes divergirá según su origen y procedencia, teniendo en común que en prácticamente todos se recogen materias relacionadas con la mejora de la transparencia, la reforma del consejo de administración (composición, funcionamiento, etc.) y el régimen de los conflictos de interés. Asimismo, la mayoría de los códigos tratan sobre cuestiones como la reactivación de la junta general, los derechos de los socios y mecanismos de control externos (ad.ex. derechos de la minoría, autocartera, sindicatos de voto, etc.).⁵⁷⁷

También en los años 80, junto al nacimiento del movimiento de gobierno corporativo, surge el concepto de inversor institucional y se empieza a estudiar su relevancia en el contexto del gobierno corporativo de las grandes sociedades. Desde finales de los años 70 se había producido una gran oleada de ofertas públicas de adquisición hostiles que consiguieron, en ocasiones, desestabilizar las bases de las

⁵⁷⁵ El Informe Cadbury fue publicado en diciembre de 1992 (aunque se anticipó una versión preliminar en mayo del mismo año) y redactado por el *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, el cual estuvo presidido por Sir. Adrian Cadbury.

⁵⁷⁶ Así podemos señalar, aunque son realmente precedentes, el *Corporate Director's Guidebook* de la *American Bar Association* de 1975 y los *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* redactados por el *American Law Institute* en 1978, el Informe Greenbury, también en el Reino Unido en 1995, el Informe Vienot de Francia en 1995, el Informe Peteers de Holanda en 1997 y el Informe Chair de la Comisión McDonald en Canadá 1994. Dentro de las propuestas legislativas destaca en Alemania el *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* (conocida por su abreviatura *KonTraG*) de 28 de enero de 1998 y en Italia el *Testo Unico della Finanza* (conocido por su abreviatura TUF), aprobado por d.l.s. 58/1998 de 21 de febrero de 1998, cuyo objetivo era reformar los mercados financieros y el *corporate governance*. Sobre estas cuestiones, v. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “El debate actual sobre...”, cit., pág. 61.

⁵⁷⁷ ESTEBAN VELASCO, G., “Presentación: ¿Una nueva...”, cit., pág. 29.

estructuras societarias.⁵⁷⁸ Frente a estas acciones, los administradores trataron de adoptar todo tipo de medidas para asegurarse su posición en los consejos, contra el establecimiento de este tipo de medidas surgió el activismo accionarial, que en poco tiempo estaría capitaneado por algunos fondos de pensiones públicos estadounidenses.⁵⁷⁹ Así, a finales de los años 80 se detecta de forma más clara que algunos inversores institucionales estadounidenses empiezan a modificar sus pautas de comportamiento, ejerciendo sus derechos políticos, reactivando en cierta forma con su actuación en la junta general de accionistas y añadiendo un nuevo sujeto respecto a las variables a tener en cuenta dentro del gobierno corporativo.⁵⁸⁰

Así llegamos al siglo XXI, dónde los últimos años han estado marcados por la crisis financiera de 2008, que ha hecho a la doctrina y a los legisladores volver a repensar cómo controlar las grandes sociedades y, especialmente, las sociedades cotizadas. Ya a principios del siglo XXI ciertos escándalos financieros llevaron a modificar el paradigma neoliberal y de *laissez faire* que reinaba en esos momentos tanto en Europa como en los Estados Unidos.⁵⁸¹ Quedó ya entonces patente que los códigos de buen gobierno y las normas de autorregulación no eran suficientes para hacer frente a los grandes problemas societarios.⁵⁸² Como resultado encontramos la aprobación de la *Sarbanes-Oxley Act* de

⁵⁷⁸ Sobre este proceso así como la situación financiera de la época también, GONDRA ROMERO, J. M., “100 Años de...”, cit., págs. 43-44.

⁵⁷⁹ Así decía en 1993 la Prof.^a ROMANO: “*Public funds have, in fact, been more active than other institutional investors in corporate governance over the past few years*” (ROMANO, R., “Public Pension Fund...”, cit., pág. 797). A la cabeza de estos fondos de pensiones públicos se encontraba CalPERS. V. POZEN, R. C., “Institutional investors...”, cit., pág. 141.

⁵⁸⁰ TRÍAS SAGNIER, M., “Los inversores y accionistas institucionales en relación con la junta general de accionistas y el consejo de administración de las sociedades cotizadas”, en AA.VV., *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas (Cuadernos de Derecho para Ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) R. Mateu de Ros (coord.), vol. 9, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2011, págs. 69-82, págs. 72-73.

⁵⁸¹ A los cuales ya hemos hecho referencia al definir el concepto de sociedad cotizada en el epígrafe 2 de este capítulo.

⁵⁸² V. GONDRA ROMERO, J. M., “100 Años de...”, cit., págs. 51-53; PALÁ LAGUNA, R., “Soft Law, Moral...”, cit., pág. 20.

2002 en los Estados Unidos, mientras en Europa se publicaba el Informe Winter (2002) en el que, no obstante, se seguía defendiendo el uso de medidas de autorregulación.⁵⁸³

Durante la crisis financiera que hemos vivido recientemente, a ambos lados del Atlántico se ha tratado de mitigar sus efectos mediante una batería de reformas legislativas, buscando contener los daños causados y prevenir que volviera a ocurrir algo similar. Las reformas han abarcado casi todos los aspectos del Derecho financiero, incluidos aspectos de Derecho bancario y materias de mercado de valores y Derecho societario, entre las que se encuentran las cuestiones de gobierno corporativo. Las mayoría de las propuestas buscaban fortalecer a los accionistas y que ello trajera como consecuencia la reactivación de la junta general de accionistas.⁵⁸⁴ Se considera por la doctrina que unos accionistas, y por ende, una junta, más fuerte, permitirá controlar a los administradores para que no asuman niveles tan altos de riesgo y de endeudamiento que desemboquen en otra crisis financiera.⁵⁸⁵

En los Estados Unidos se aprueba la ya citada *Dodd-Frank Act* en 2010, una reforma legislativa orientada hacia la protección de los accionistas minoritarios. Entre las medidas adoptadas en este sentido, destaca la regulación del *Say on Pay* y de los sistemas

⁵⁸³ Parece que en Europa no bastaron los casos de Enron o MCI World Com para llevar a cabo una verdadera reforma legislativa, y no ha sido hasta la crisis de 2008 cuando Europa se ha dado cuenta de que sin el Derecho positivo no se iba a poder empoderar a los accionistas para que estos consiguieran ejercer el control sobre los administradores y los accionistas de control. V. QUIJANO GONZÁLEZ, J.; WEIGMANN, R.; ABRIANO, N.; GOMEZA VILLA, J. I., “Problemas actuales del Derecho de sociedades: ¿el nuevo Derecho europeo de sociedades contribuye a incentivar la participación de los accionistas?”, en AA.VV., *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas. El proceso de adaptación de la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas en España e Italia.*, N. Abriani y J.M. Embid (dirs.), A. Empanza Sobejano y J. Boquera Matarredona (coords.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2011, págs. 317-374, págs. 357-360.

⁵⁸⁴ BRUNER, C. M., “Corporate Governance Reform...”, cit., pág. 309.

⁵⁸⁵ Entre las diferentes causas de la crisis financiera encontramos prácticas empresariales generalizadas en las que se asumían excesivos riesgos y un apalancamiento financiero elevado. Todo ello unido a una mala praxis y la falta de conocimientos en la utilización de derivados financieros junto a las altas remuneraciones de los consejeros y directivos vinculadas al rendimiento societario que exacerbaban los comportamientos abusivos por parte de la dirección de las sociedades cotizadas. En este escenario la doctrina en materia de gobierno corporativo tenderá a considerar necesario reforzar la figura de los accionistas para que consigan controlar estas circunstancias. V. VASUDEV, P. M.; WATSON, S., “Introduction. Corporate Governance - An overview”, en AA.VV., *Corporate governance after the financial crisis*, Edward Elgar Publishing Limited, Stockport, 2012, págs. 1-22, págs. 3-5.

de remuneración y compensación de los cargos ejecutivos (como son la utilización de los *golden parachutes*)⁵⁸⁶, mayores obligaciones de divulgación de información, especialmente en materia de remuneraciones de los ejecutivos y sobre el rendimiento financiero del emisor; así como mayores potestades de control por parte de la SEC.⁵⁸⁷

Mientras, a nivel europeo, se publicaba en 2011 el Libro Verde sobre «La normativa de gobierno corporativo en la UE» y el posterior Plan de acción de la Comisión de 2012, sobre Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo. En la misma línea, estos documentos se centraban ya no solo en el hecho de controlar a los administradores, sino que la atención se dirige a los inversores institucionales. El objetivo es la alineación de los intereses de estos accionistas con los objetivos de viabilidad empresarial a largo plazo, de forma que se consiga un mayor crecimiento tanto en materia de empleo como respecto a la competitividad. El resultado de estos trabajos cristalizó en la necesidad de reformar la Directiva sobre derechos de los accionistas en sociedades cotizadas (Directiva 2007/36).⁵⁸⁸

Por su parte, en el Reino Unido, continuaron en el camino del fomento de la autorregulación, con la publicación del *UK Stewardship Code* (de 2010, actualizado en 2012) dirigido a los inversores institucionales y en el que se presentan recomendaciones

⁵⁸⁶ Incluye la votación consultiva al menos cada tres años tanto del informe anual de remuneración de los administradores como el pago de compensaciones del tipo de los *golden parachutes* deberá ser objeto de votación consultiva en la junta general de accionistas. Esta segunda cuestión se incluyó posteriormente a través de la *Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute Compensation*, 76 Fed. Reg. 6010, 6010, 6012 de 2 de febrero de 2011. Sobre esta cuestión, v. COTTER, J. F.; PALMITER, A. R.; THOMAS, R. S., “The First Year of «Say on Pay» Under Dodd-Frank: An Empirical Analysis and Look Forward”, *Geo. Wash. L. Rev.*, 81, 3, 2013, págs. 967-1011, pág. 977.

⁵⁸⁷ El antecedente de esta reforma lo encontramos en la *Emergency Economic Stabilization Act* (2008) y la *American Recovery and Reinvestment Act* (2009) que fueron aprobadas con el inicio de la crisis para tratar de mitigar los efectos de la misma. Estas normas ya incluían un régimen sobre remuneraciones de los consejeros y directivos y la política del *Say on Pay*. V. BRUNER, C. M., “Corporate Governance Reform...”, cit., págs. 318-319.

⁵⁸⁸ ALONSO UREBA, A., “El modelo de consejo de administración de la sociedad cotizada tras la reforma legal de 2014 y el CBG de 2015”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. II, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 27-147, págs. 38-40. V. también TAPIA HERMIDA, A. J., “El gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas”, en AA.VV., *Sociedades anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición*, La Ley, Madrid, 2012, págs. 1-33, págs. 2-3.

sobre sus políticas de voto y sobre su utilización de servicios de asesoramiento externos como los que prestan los asesores de voto.⁵⁸⁹ El objetivo de este código era que mediante la difusión pública de las actuaciones de los inversores institucionales se conseguiría reactivar a la masa de accionistas, lo cual tiene como consecuencia la reactivación a su vez de la junta y el control de los administradores por los socios.

Algunas de las medidas de *soft law* recogidas en el *UK Stewardship Code* han terminado incorporadas al Derecho societario europeo. Así, ad.ex., ha ocurrido en materia de inversores institucionales, respecto a la publicación de su política de implicación y su ejecución, así como en relación al ejercicio de los derechos de voto, quedando recogidas ambas materias en la reforma de la Directiva 2007/36 ejecutada por medio de la Directiva 2017/828.⁵⁹⁰ Por tanto, podemos afirmar que a nivel europeo se sigue la estela estadounidense, impulsando el uso del Derecho positivo en materia de gobierno corporativo, a diferencia de periodos anteriores.⁵⁹¹

5.2.- La separación de la propiedad y el control: la problemática relativa al control de las sociedades cotizadas

El viejo problema de quién gobierna en las sociedades es el eje del sistema de gobierno corporativo. Quienes mandan, cómo lo hacen y las complicadas relaciones con el mercado y entre los miembros de la sociedad (administradores, accionistas

⁵⁸⁹ Sobre la influencia del ejercicio del derecho de voto por los inversores institucionales, aspecto que explica la existencia de un código como el *Stewardship Code* en el Reino Unido, v. SCHOUTEN, M. C., “The mechanisms of voting efficiency”, cit., pág. 7 y ss. Entre nosotros, v. MATEU DE ROS CEREZO, R., “Introducción: Accionistas Institucionales...”, cit., pág. 11.

⁵⁹⁰ No obstante, en vez de incluir un régimen más estricto dentro de la normativa de mercado de valores se ha optado por considerar que la mera armonización y vigilancia en la regulación societaria permitirá conseguir los mismos objetivos, v. CHIU, I. H. Y., “European Shareholder Rights Directive proposals: a critical analysis in mapping with the UK Stewardship Code?”, *ERA Forum*, 17, 1, 2016, págs. 31-44, pág. 41; y entre nosotros, GARCÍA MARTÍNEZ, L. M., “Transparencia e implicación accionarial (consideraciones preliminares a la reforma de la Directiva 2007/36/CE)”, *RDMV*, 20, 2017, págs. 61-70, págs. 66-68.

⁵⁹¹ Aun así, se reconoce la utilidad e, incluso la necesidad, de contar con normas de carácter *soft* así como de ejemplos de autorregulación para mejorar lo que el legislador europeo considera contenido mínimo de sus normas de Derecho societario. De esta forma, se espera que los agentes del mercado pacten sus propias pautas de funcionamiento respecto al ejercicio de sus derechos, más allá del contenido del Derecho positivo, buscando la eficiencia del mercado y un mejor ajuste a las necesidades propias de cada mercado. En esta línea, v. el considerando (3) del RE 2018/1212.

mayoritarios o accionistas de control, inversores institucionales y accionistas minoritarios),⁵⁹² así como el papel que tienen los diferentes sujetos en la sociedad y como intervienen en los controles societarios internos.

En un sistema monista como el español, la cuestión central de la estructura de administración pivotará sobre el control de forma eficiente y transparente del consejo de administración.⁵⁹³ El equilibrio y la maximización del valor de la empresa se verán afectados por diferentes costes o problemas que surgen debido a las difíciles relaciones que se establecen en el seno de la sociedad. Entre estos costes destacan los costes de agencia y los conflictos de interés, que pasamos a continuación a describir de forma concisa. En ese contexto se produce una separación entre el modelo legal de la sociedad cotizada o cómo creemos que funcionan las sociedades según el sistema jurídico y la realidad de las prácticas del mercado; en el cual el gobierno corporativo y el Derecho de sociedades serán los instrumentos que tratarán de dar respuesta a este dilema.⁵⁹⁴

5.2.1.- Los conflictos de interés en el seno de la sociedad cotizada

El desequilibrio entre los diferentes sujetos que forman parte de la sociedad (administradores, accionistas de control y accionistas minoritarios) puede producir abusos de poder cuando una de esas partes tenga mayor porcentaje de control dentro de la sociedad.⁵⁹⁵ Nos referimos, en concreto, a los conflictos surgen a la hora de alinear los

⁵⁹² FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “El debate actual sobre...”, cit., pág. 57.

⁵⁹³ Para ello, ya desde el Código Olivencia de 1998 se establecía la necesidad de que obligatoriamente el órgano de administración tomara la forma de consejo de administración, se fijaran tareas de supervisión del consejo (respecto de las funciones que tenga delegadas), se reorganizara la composición del consejo (destacan en este punto los llamados consejeros independientes) y se constituyeran comisiones auxiliares (ad.ex. sobre materias como nombramientos, remuneración, auditoria, etc.).

⁵⁹⁴ Aunque seguidamente referiremos algunas cuestiones de gobierno corporativo, para los problemas que surgen de esta separación y, en general, sobre la distribución del poder nos remitimos a ESTEBAN VELASCO, G., “La renovación de la estructura de la administración en el marco del debate sobre el gobierno corporativo”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, G. Esteban Velasco (coord.), Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 137-212, págs. 142-164. También de forma concisa GILSON, R. J., “From Corporate Law...”, cit., pág. 25.

⁵⁹⁵ Incluyendo, entre otros, el uso privativo de activos sociales y la utilización de oportunidades de negocio en beneficio propio, como puede ser la autocontratación o contratación con terceros que implique algún tipo de compensación a los cargos ejecutivos. V. ALCALÁ DÍAZ, M. Á., “El deber de fidelidad de los administradores: el conflicto de interés administrador-sociedad”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, G. Esteban Velasco (coord.), Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 447-496, pág. 451. También se

intereses de los administradores con los de la sociedad o de los accionistas en su conjunto; o cuando se deben alinear los intereses de los accionistas de control con los del resto de los accionistas.⁵⁹⁶ En los casos en los que cada parte tienen sus propios intereses, diferentes de los de la sociedad, la doctrina entiende que encontramos ante situaciones que pueden generar conflictos de intereses.⁵⁹⁷

Cuando son los consejeros los que tienden a maximizar sus propios intereses frente a los intereses generales de la sociedad, la doctrina habla de conflicto de interés administradores-sociedad.⁵⁹⁸ A esto le debemos sumar la correspondiente pérdida de eficiencia o costes superiores de las transacciones económicas que se producen bajo estas circunstancias de conflicto de interés.⁵⁹⁹ Este tipo de conflictos ocurrirá, ad.ex., cuando

pueden consultar algunos ejemplos de abusos por parte de los administradores en TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 42-43.

⁵⁹⁶ El conflicto se genera entre los que aportan los recursos (los accionistas e inversores principalmente) y aquellos que los gestionan (los administradores y directivos). También podrán ser los accionistas de control los que generen el desequilibrio de intereses al tener un mayor control sobre el conjunto de la sociedad que el resto de la masa accionarial. Estos junto a los administradores y directivos son considerados *insiders*, y respecto a ellos el gobierno corporativo trata de incluir mecanismos que permitan estimular que se gestionen adecuadamente los recursos y que distribuyan de forma equitativa los resultados. V. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “Anatomía del deber de lealtad”, cit., pág. 43.

⁵⁹⁷ No cabe confundir los conflictos de interés, es decir, el abuso de una persona en el ejercicio de sus funciones para hacer prevalecer sus intereses particulares distintos de los de la sociedad; con el concepto operaciones vinculadas. En ese segundo caso se trata simplemente de una operación económica conjunta en la que una de las partes tiene algún tipo de control sobre la otra, pero no tienen por qué suponer una contraposición de intereses. Ad.ex., en una operación intragrupo hablamos de una operación con partes vinculadas por el hecho de que ambas sociedades forman parte del mismo grupo de sociedades, pero puede tratarse de una operación beneficiosa para ambas y en la que las entidades tengan sus intereses alineados, en la que no se producirá un conflicto de intereses. V. VIVES RUIZ, F., “Los conflictos de intereses...”, cit., págs. 17-20.

⁵⁹⁸ V. ROMANO, R., *Foundations of corporate law*, 2nd ed., Thomson Reuters, New York, 2010, pág. 4.

⁵⁹⁹ Sobre las teorías de los conflictos de interés y de la eficiencia económica de las transacciones económicas v. CHIEN, C.-Y.; HSU, J. C. S., “The Role of Corporate Governance in Related Party Transaction”, *Available SSRN*, 2010, págs. 1-21, págs. 4-6, consultado el 20 de mayo de 2018 en <http://ssrn.com/abstract=1539808>.

De la unión de ambas teorías surgen dos principios clave del Derecho de sociedades: el principio mayoritario y el principio de participación proporcional en las ganancias sociales y en la cuota de liquidación. De forma que cuando se produce un abuso por parte de los administradores o por un accionista o grupo de accionistas de forma separada, se rompen estos dos principios, es decir, los accionistas ven diluir el valor de su parte alícuota sobre el capital social (es decir, sus acciones) así como su porcentaje dentro de los beneficios o las cuotas de liquidación (VIVES RUIZ, F., “Los conflictos de intereses...”, cit., págs. 12-13).

los administradores tienen interés por alcanzar mayores porcentajes de ventas o de beneficios a corto plazo en aquellos supuestos en los que sus remuneraciones estén vinculadas a dichos factores, dejando de lado el establecimiento de medidas adecuadas para alcanzar una mayor rentabilidad a largo plazo de la sociedad. En esos casos era tradicional en la doctrina el planteamiento de las *stock options* como medida de control, ya que se consideraba que al vincular a la dirección el devenir de la sociedad los consejeros y directivos tendrían mayores incentivos para controlar los costes en los que incurre la sociedad y para llevar a cabo sus funciones con mayor diligencia.⁶⁰⁰

De lo expuesto se puede extraer que el problema radica en que el interés de los administradores no siempre coincide con el interés social. Es por ello que los administradores tratarán que defender que el interés social no tiene por qué coincidir con el de los accionistas, sin embargo la mayor parte de la doctrina y la jurisprudencia considera que deberían ser coincidentes, cuando no iguales, es decir, se deberían tratar de alinear sus intereses con los de la sociedad.⁶⁰¹

⁶⁰⁰ Sobre el alineamiento de los intereses de los consejeros y los directivos mediante la utilización de *stock options*, v. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Las llamadas stock options y las fórmulas mágicas de la ciencia jurídica”, *RJUAM*, 2, 2000, págs. 21-79, págs. 45-46; y más recientemente, vinculado a la utilización de *proxy advisors*, LARCKER, D. F.; MCCALL, A. L.; ORMAZABAL, G., “Proxy Advisory Firms and Stock Option Repricing”, *JAE*, 56, 2013, págs. 149-169, págs. 150-151.

En cualquier caso, lo que no se puede pretender es que sean los propios consejeros los que se vigilen los unos a los otros. A ese respecto la STS nº 234/2010, de 11 de marzo (Sala 2ª) establece, si bien en sede penal, que no puede imputarse “culpa in vigilando” a los consejeros, pues no figura entre sus obligaciones la vigilancia respecto de todas y cada una de las actividades que lleva a cabo la sociedad y por lo tanto tampoco sobre aquellas que lleven a cabo otros consejeros aprovechándose de su cargo para cometer alguna acción delictiva (v. el Fundamento de Derecho 3º de la resolución).

⁶⁰¹ Así, ad.ex. tradicionalmente se hace referencia en nuestra doctrina al trabajo de DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., *Tutela de la minoría...*, cit., pág. 159. Detrás de este pensamiento hay grandes clásicos estadounidenses, desde el economista FRIEDMAN que publicó un artículo en el *New York Times* en 1970 (FRIEDMAN, M., “The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits”, *The New York Times Magazine*, 1970, págs. 173-178), como grandes juristas, v. ALLEN, W. T., “Our schizophrenic conception of the business corporation”, *Cardozo L. Rev.*, 14, 1992, págs. 261-281, págs. 266-268; BERLE, A. A., “Corporate powers as powers in trust”, *Harv. L. Rev.*, 44, 1931, págs. 1049-1074, pág. 1064. También siguen esta corriente de pensamiento la escuela de la doctrina del *Shareholder Value* a la que hemos hecho referencia con anterioridad.

En los Estados Unidos se suele citar la Sentencia que sentó esta interpretación, *Dodge v. Ford Motor Co.*, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (1919), en la que se discutía la medida tomada por Henry Ford de utilizar parte de las reservas de la sociedad para reducir el precio de los automóviles y así beneficiar a la sociedad

Los conflictos de interés también se pueden producir cuando nos encontramos ante estructuras accionariales en las que haya accionistas de control. En estos casos, habrá ocasiones en los que estos accionistas pueden tratar de abusar de su posición en la estructura accionarial para obtener beneficios privados, causando costes o ineficiencias en la sociedad de capital⁶⁰². En este punto la doctrina no es pacífica, pues en algunos casos los autores consideran hay que dar preferencia que los beneficios que se obtienen de la presencia de accionistas de control a la hora de reducir los conflictos entre administradores y la sociedad y los costes de agencia de forma que se compensan los costes y problemas que estos generan.⁶⁰³

En cualquier caso, para tratar de evitar estos desequilibrios existen una serie de medidas de control interno y externo.⁶⁰⁴ Se trata de medidas de control y de posibles soluciones a los conflictos de interés entre consejeros y la sociedad y entre los accionistas

en su conjunto, frente a un grupo de accionistas (los hermanos Dodge) que consideraban que la compañía debía repartir esos fondos en forma de dividendos. En la Sentencia del Tribunal Supremo de Michigan se dice literalmente: “*A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits, or to the non-distribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes*”. En otras palabras, una sociedad tiene como fin último el proporcionar beneficios a sus accionistas y los administradores deben tenerlo en cuenta. Por tanto, los consejeros no deberían tomar decisiones que no suponga mayores beneficios para los accionistas o decisiones como el no reparto de beneficios para destinar los recursos para otro fin distinto al beneficio de los socios. V. TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 44-45.

Algunos autores por otro lado atacan esta Sentencia arriba mencionada, pero no para alinearse con la idea de que los administradores actúen libremente, sino para defender que las sociedades no solo buscan los beneficios de los socios, sino crecer y sobrevivir, incluso deberían buscar el beneficio para la comunidad en su conjunto (no hay que olvidar la RSC) ad.ex. v. STOUT, L. A., “Why we should stop teaching Dodge V. Ford”, *Vand. L. Rev.*, 3, 2008, págs. 163-190. También es el caso de HAZEN, T. L., “The short-term...”, cit., págs. 201-202. El autor hace referencia a que en ocasiones se debería tomar en mayor consideración el crecimiento a largo plazo de la sociedad frente al reparto de dividendos.

⁶⁰² Sobre los costes e ineficiencias que pueden generar los accionistas de control o *blockholders* v. EDMANS, A., “Blockholders and Corporate Governance”, cit., pág. 24.

⁶⁰³ Así, ad.ex., entre nosotros, al tratar la doctrina de los deberes de lealtad de los socios como instrumento de protección, SÁEZ LACAPE, M. I., “Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas”, *InDret*, 2016, págs. 1-59, pág. 34.

⁶⁰⁴ Entre los mecanismos externos, como veremos, se encuentra de forma destacada el control por el mercado (ad.ex. las OPAs, la valoración de las acciones en el mercado, etc.), mientras que a nivel interno existen mecanismos *a posteriori* como la impugnación de acuerdos (art. 204 y ss. LSC) o la prohibición del ejercicio del derecho de voto (art. 190.1 LSC), como medida preventiva.

de control y la sociedad. La regulación de los conflictos de interés será como se puede observar es uno de los aspectos claves de la práctica societaria que permite fomentar un buen gobierno corporativo en las grandes sociedades. Medidas que, hasta hace pocos años, se encontraban la mayoría recogidas, principalmente, como recomendaciones de *soft law*, mientras que la regulación societaria no se ajustaba a la realidad de las sociedades cotizadas y se encontraba desfasada e incompleta.⁶⁰⁵ Esta práctica jurídica cambió de forma sustancial a partir de la reforma de la LSC de 2014 (Ley 31/2014) para la mejora del gobierno corporativo en la que se introdujeron algunas de las recomendaciones contenidas en el CUBG en la LSC.

Por su parte, y teniendo en cuenta la normativa societaria, ALCALÁ DÍAZ delimita los diferentes conflictos de interés que se producen entre los administradores y la sociedad, y analiza asimismo los diferentes mecanismos legales de control tanto en nuestro ordenamiento jurídico como a nivel comparado, así como las recomendaciones contenidas en los códigos de buen gobierno.⁶⁰⁶ Entre los mecanismos que estudia y que pueden aplicarse a supuestos de conflictos de intereses, se encuentran: la autorización previa, la prohibición del ejercicio del derecho de voto, la impugnación de acuerdos⁶⁰⁷ y el régimen general de representación. Señala además la necesidad de contar con unas normas éticas vinculadas a los deberes de lealtad de los administradores de forma que mejore el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, junto a la regulación legal propiamente dicha.⁶⁰⁸

⁶⁰⁵ VIVES RUIZ, F., “Los conflictos de intereses...”, cit., págs. 29-35.

⁶⁰⁶ ALCALÁ DÍAZ, M. Á., “El deber de fidelidad...”, cit., pág. 453 y ss.

⁶⁰⁷ Específicamente respecto a la cuestión del derecho de impugnación por parte del socio, cabe reseñar la obra de ALCALÁ DÍAZ, M. Á., *El derecho de impugnación del socio en la sociedad anónima cotizada*, La Ley, Madrid, 2006.

⁶⁰⁸ Sobre las críticas que exponía ALCALÁ DÍAZ en 1999 respecto al sistema legal de control de los conflictos de intereses, se ha conseguido mejorar el sistema sustancialmente., gracias a que muchas de las recomendaciones de los diferentes códigos de buen gobierno y de las Directivas en materia de sociedades han sido trasladadas al Derecho positivo español.

Uno de los remedios clásicos para evitar el conflicto de intereses es la prohibición del ejercicio del derecho de voto.⁶⁰⁹ En virtud de este mecanismo se prohíbe votar en la junta general a aquellos accionistas que se encuentren bajo alguna de las circunstancias que se describen en el art. 190 LSC,⁶¹⁰ como son su exclusión de la sociedad o cuando se pretenda aprobar el otorgamiento de asistencia financiera. También será posible recoger más supuestos de prohibición de voto en los estatutos de la sociedad cotizada.⁶¹¹

Algunos autores, entre los que se encuentra DE PAZ ARIAS, añadieron como posible nuevo mecanismo el tener en cuenta a los inversores institucionales como un medio de apoyo para resolver los conflictos entre los administradores y la sociedad.⁶¹² Sin embargo, no siempre se podrá contar con estos inversores institucionales, ni siempre podrán considerarse como un elemento positivo y de mejora para el gobierno corporativo, tal y como veremos en el siguiente capítulo.

Más allá de su papel en los conflictos que se producen entre la administración y la sociedad, los inversores institucionales también podrán generar sus propios conflictos de interés cuando alcancen un porcentaje de participación suficiente para ser considerados como *blockholders* o, debido a su doble condición como accionistas y de acreedores, ad.ex. cuando esos inversores institucionales sean entidades de crédito y presten al mismo tiempo financiación a la sociedad.⁶¹³ Ya nos hemos referido a estas cuestiones a propósito

⁶⁰⁹ Regulado en el art. 190.1 LSC y también, vinculado al deber legal de abstención en el caso de las sociedades cotizadas, en el art. 526 LSC.

⁶¹⁰ En el caso de los administradores o personas vinculadas a ellos deberán aplicar el art. 228.c) LSC por el deben abstenerse de participar en la deliberación o votar cuando se encuentren en una situación de conflicto de interés, incluyendo también los acuerdos que afecten a su condición de administradores.

⁶¹¹ V. SÁNCHEZ RUIZ, M., “Voto y conflicto de...”, cit., págs. 122-123.

⁶¹² Una vez planteados los medios tradicionales de resolución de conflictos que según el autor son insuficientes, expone de qué forma los inversores institucionales podrían contribuir a la resolución de estos problemas. V. DE PAZ ARIAS, J. M., “Los inversores institucionales como...”, cit., págs. 879-880. En realidad, el citado autor más bien no los considera como un mecanismo en sí mismos, sino como un apoyo para la efectividad de las medidas tradicionales, al tratarse de unos inversores con mayores porcentajes de participación en el capital y cuya participación en la dirección de la sociedad, en algunos casos, también puede ser mayor.

⁶¹³ Se producen entonces dos conflictos de interés. Por un lado, respecto al tipo de estrategia societaria que adoptaran, los inversores institucionales que sean a la vez acreedores de la sociedad tenderán a arriesgarse menos que un accionista normal, por lo que puede que no esté en la línea del interés societario. Así dice literalmente el Prof. BAUMS: “*institutional proxy holders who are creditors at the same time care about a*

del concepto de inversor institucional al señalar la problemática que existe tanto cuando nos encontramos con entidades de crédito como accionistas, pero también cuando son IICs o fondos de pensiones, ya que en muchas ocasiones estos también formarán parte de un conglomerado financiero cuya sociedad dominante es una entidad de crédito.⁶¹⁴

Otro conflicto de interés relevante para nuestro estudio es el que se produce por la presencia de inversores cortoplacistas que también serán en la mayoría de los casos, desde el punto de vista cualitativo, inversores institucionales. El ejemplo típico son algunos *hedge funds* o IIC de inversión libre así como las entidades de inversión de tipo cerrado. Sin duda existirá una divergencia de intereses entre aquellos accionistas activos y que participan en la gestión de la sociedad y aquellos que se activan movidos meramente por intereses financieros. Estos últimos no se sentirán dueños de la sociedad y ante posibles dudas sobre la rentabilidad de su inversión “votarán con los pies”⁶¹⁵, es decir, venderán su participación. De forma que en el caso de los primeros sus intereses se situarán en el largo plazo frente a los segundos, los cuales tendrán con una visión cortoplacista.⁶¹⁶

secure business policy rather than a profitable, innovative and -perhaps- more risky policy” (BAUMS, T., “Corporate Governance in Germany: The Role of the Banks”, *Am. J. Comp. L.*, 40, 1992, págs. 503-526, pág. 521).

Por otro lado, también se genera un conflicto debido a que los inversores institucionales, especialmente las entidades de crédito, que sean a la vez acreedores, es posible que también soliciten un puesto en el órgano de dirección dentro del acuerdo de financiación. Debido a su especial localización dentro del mismo órgano de administración es muy probable que tengan acceso a información privilegiada. Esto supondrá un conflicto de interés respecto al resto de accionistas. V. HOPT, K. J., “Inside Information and Conflicts of Interests of Banks and Other Financial Intermediaries in European Law”, en AA.VV., *European Insider Dealing: Law and Practice*, K. Hopt y E. Wymeersch (eds.), Lexis Pub, Londres, 1991, págs. 219-242, pág. 230.

⁶¹⁴ Respecto a este tipo de conflictos de intereses, v. ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., págs. 369-370.

⁶¹⁵ La famosa *Wall Street Rule* o *Wall Street Walk*, por la que aquellos inversores que no estuvieran de acuerdo con la política de administración, en vez de ejercer sus derechos de voto preferían vender su participación en el mercado y liquidar su inversión. V. DE PAZ ARIAS, J. M., “Los inversores institucionales como...”, cit., pág. 882. En la literatura estadounidense, entre otros muchos, v. ADMATI, A. R.; PFLEIDERER, P., “The «Wall Street Walk» and shareholder activism: Exit as a form of voice”, *Rev. Fin. Stud.*, 22, 7, 2009, págs. 2645-2685.

⁶¹⁶ Inicialmente este cortoplacismo se estudiaba respecto a los administradores. Estos tienen habitualmente dos motivos por los que se centran en buscar los resultados a corto plazo, por un lado, porque sus sueldos suelen estar vinculados a objetivos de ventas o resultados (incluso con la utilización de *stock options*) por lo que les interesa alcanzar estas cifras lo más rápidamente posible. Por otro lado, porque saben que sus

Podemos concluir indicando que dentro de las funciones del Derecho de sociedades actual destaca también la de facilitar la coordinación entre los miembros que conforman las sociedades de capital. Así, como veíamos, el Derecho societario trata de dar respuesta a los principales conflictos que se generan en las sociedades: los conflictos entre la dirección y los accionistas, los conflictos entre los accionistas de control y el resto de accionistas e incluso los conflictos entre los accionistas y el resto de partes contractuales interesadas, en especial los acreedores y los empleados, los tres tipos de problemas de agencia de los que nos ocupamos en el epígrafe siguiente.⁶¹⁷

puestos dependen del mercado, es decir, si la sociedad pública buenos resultados es más probable que permanezcan en sus puestos y sin ser cesados por agentes externos (ad.ex. vía una OPA) o los propios accionistas e inversores que vean que sus inversiones pierden valor en el mercado. Sobre esta cuestión v. HAZEN, T. L., “The short-term...”, cit., págs. 139-143.

Con el tiempo estas teorías se extendieron a los intereses de los propios inversores. En este punto podemos hacer referencia de nuevo al trabajo del Prof. ROCK que trata de forma clara los problemas que surgen con la alineación de intereses cortoplacistas de ciertos inversores y cómo influyen los inversores institucionales en este aspecto, v. ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., págs. 370-371. Destaca especialmente la mención a las medidas que ha tomado la Comisión Europea para fomentar el activismo accionarial y una vinculación más a largo plazo de los inversores. Esto se ha visto incrementado con la reforma de la Directiva 2007/36 por medio de la aprobación de la ya mencionada Directiva 2017/828.

⁶¹⁷ Sobre la descripción de estos tres problemas de agencia v. GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 80-86. En cuanto al primer problema, el conflicto que surge entre los accionistas y los administradores, aquí el conflicto reside en el hecho de que los accionistas (el principal en ese caso) quieren asegurarse que los administradores (los agentes) actúen en línea con el interés de los dueños de la compañía y no busquen sus propios intereses.

Mientras, en el segundo problema de agencia (o problema de agencia de segundo nivel), el “principal” serían los accionistas minoritarios y el “agente” serían los accionistas con una participación mayoritaria. La dificultad en este caso recae en asegurar que los accionistas de control no expropien al resto de los accionistas. Sobre este problema v. el trabajo de ENRIQUES, L.; VOLPIN, P., “Corporate Governance Reforms in Continental Europe”, *J. Econ. Persp.*, 21, 1, 2007, págs. 117-140.

Por último, nos encontramos con el conflicto que surge entre la sociedad en sí misma (incluyendo en particular a sus accionistas) y el resto de agentes con los que mantienen relaciones contractuales (trabajadores, acreedores, consumidores, etc.). Aquí la dificultad radica en que la sociedad, como agente, no actúe de forma oportunista frente a estos grupos.

5.2.2.- Los costes de agencia en el seno de la sociedad cotizada

Los tres conflictos de intereses típicos a los que acabamos de hacer referencia se pueden agrupar en lo que los economistas llaman “problemas de agencia”, “costes de agencia” o “problemas principal-agente”.⁶¹⁸

Un problema de agencia surge cuando el bienestar de una parte, llamada principal, depende de las acciones de otra parte, llamada agente. Obviamente este tipo de relaciones no son exclusivas del mundo societario, sino que se produce siempre que haya un contrato por el que una parte (agente) se comprometa a realizar una acción en beneficio de otra (principal), tal y como se define de forma más general, en el contrato de agencia.⁶¹⁹ Estos costes de agencia suponen una barrera para que se desarrollen de forma equilibrada las diferentes relaciones intrasocietarias.⁶²⁰

La clave en este conflicto se encuentra en motivar al agente para que actúe en beneficio del principal. Habrá que tener en cuenta que normalmente el agente tendrá más información sobre las tareas a realizar que el principal, por lo que la falta de información complica al principal el poder controlar que la ejecución de lo solicitado se realiza en su beneficio. Como consecuencia de ello, el agente tendrá incentivos para no actuar totalmente en beneficio del principal, ya sea porque no actúe con toda la diligencia posible

⁶¹⁸ Los primeros autores que hablaron sobre el problema de agencia fueron los economistas JENSEN y MECKLING en su obra de obligada referencia de finales de los años 70, JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H., “Theory of the firm...”, cit. Sin embargo, en la ciencia económica ya existían referencias anteriores, como es el caso de ROSS, S. A., “The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem”, *Am. Econ. Rev.*, 63, 2, 1973, págs. 134-139. En cualquier caso, para más referencias en Derecho comparado, v. el trabajo de GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 78-80. También es importante reseñar la obra más reciente y de carácter esquemática de ARMOUR, J. Y OTROS, “Agency Problems and Legal Strategies”, cit., pág. 29.

En España la doctrina también ha tratado este análisis de los costes de agencia, v., ad.ex. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Las llamadas stock options...”, cit., págs. 45-48; TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 45-46. También entre nosotros, el trabajo de FERNÁNDEZ DEL POZO, en el que también expone el nuevo coste de agencia que se produce por el *empty voting* (FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Los Problemas Societarios (I)...”, cit., págs. 652-653). Por su parte, GALLEGO CÓRCOLES señala el problema de agencia que se produce por la expansión de los *proxy advisors* en GALLEGO CÓRCOLES, A., *Asesores de Voto...*, cit., págs. 9-10.

⁶¹⁹ Si bien cierta doctrina critica esta comparación ya que consideran que en el contrato de agencia no se trata del mismo tipo de problema, lo que se genera cierta confusión en el uso de los términos principal y agente. V., entre otros, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Las llamadas stock options...”, cit., pág. 46.

⁶²⁰ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “Gobierno corporativo...”, cit., págs. 506-507.

o porque derive algunos de los beneficios hacía su persona. Por tanto, el principal termina soportando un mayor coste derivado de la pérdida de beneficios o por el hecho de tener que supervisar el trabajo del agente. De forma que cuanto más compleja y especializada sea la tarea solicitada al agente, mayor será el coste de agencia que tendrá que soportar el principal.

No obstante, la propia normativa societaria es una de las causas de los problemas de agencia, ya que al definir la estructura de la sociedad y las diferentes tareas de cada parte provocan que unos sujetos tengan más poder que otros. Es decir, el Derecho de sociedades es al mismo tiempo la causa y la solución de los problemas de agencia que se producen en las sociedades de capital. Pongamos como ejemplo el hecho que en las sociedades cotizadas los inversores pueden comprar y vender acciones de forma anónima en los mercados de valores, tal y como se regula en nuestro ordenamiento. Esta característica lleva a una mayor diversificación entre el accionariado, ya no hace falta invertir grandes volúmenes de capital, sino que puede repartirse la inversión en pequeñas participaciones en un mayor número de sociedades. El capital social por tanto deja de estar en pocas manos para tener un gran volumen de capital flotante (*free float*) y una mayor dispersión de su accionariado. Esto a su vez genera el fenómeno de la separación entre la propiedad y el control que es el que lleva aparejado el problema de agencia entre los accionistas y los administradores.⁶²¹

A este esquema, que se correspondería con los problemas de agencia de primer nivel, le debemos añadir los otros dos posibles conflictos: el que se produce cuando no son los administradores los que se aprovechan de la falta de capacidad de control de los accionistas, sino que son los accionistas de control los que se benefician de su posición frente al resto del *free float*; o, yendo un poco más allá, cuando los perjudicados no son los accionistas sino los *stakeholders* de la sociedad. Por su parte, TRÍAS SAGNIER introdujo en nuestra Doctrina una variable más, y es el problema de agencia que se produce dentro de los propios inversores institucionales. En ese caso, el problema de agencia no se encontraría en el seno de la sociedad cotizada, sino que se encontraría entre los beneficiarios o partícipes del inversor institucional respecto al órgano de gestión o la

⁶²¹ V. este ejemplo y otros en ARMOUR, J. Y OTROS, "What is Corporate Law?", cit., pág. 2.

sociedad gestora del mismo, los cuales son los que actuarán como titulares ante la sociedad cotizada cuando deberían representar los intereses de sus beneficiarios o participes.⁶²²

La normativa societaria se encuentra siempre, pues, en un delicado equilibrio. El legislador deberá buscarlo entre la adopción de medidas que supongan el máximo beneficio para todos los integrantes de la sociedad y para la economía en su conjunto,⁶²³ así, entre las instituciones de Derecho societario que se podrán utilizar encontramos tanto “estrategias regulatorias” como “estrategias de gobierno corporativo”.⁶²⁴

El gobierno corporativo *soft law*, por su parte, también tiene como objetivo abordar este problema por cuanto el interés social se ve perjudicado por la apropiación de beneficios por parte de los agentes. El objetivo será en este caso establecer un sistema societario que permita maximizar los beneficios de ambas partes y que los intereses de los agentes estén lo más alineados posibles con el interés social. Para ello, entre otras medidas, se tendrán que establecer mecanismos de control del ejercicio de los agentes.⁶²⁵ Las diferentes técnicas disponibles dentro del gobierno corporativo tratan de mitigar los costes derivados de la divergencia de intereses, por medio de la regulación detallada del

⁶²² TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 359-384. En esta parte de su trabajo el autor analiza detalladamente para cada tipo de inversor institucional como afectaría esta específica problemática de agencia de segundo nivel, centrándose específicamente en los deberes fiduciarios que tiene la propia sociedad gestora del inversor institucional respecto de sus clientes o beneficiarios.

⁶²³ Para poder reducir estos costes el Derecho de sociedades juega un papel clave. La solución pasará así por el establecimiento de reglas y procedimientos (no será suficiente con el *soft law*) que obliguen a los agentes a ser transparentes en sus actuaciones así como el suministro de las herramientas necesarias para entablar las acciones que correspondan contra aquellos agentes que sean negligentes en su actuación. Además, estas limitaciones no solo beneficiarán a los principales, sino también a los agentes. Pongamos como ejemplo el establecimiento de unos límites a la actuación de los accionistas de control, esto hará que los accionistas minoritarios al sentirse protegidos, tengan mayor interés por la compañía, con ello subirá el precio de las acciones, lo que a su vez reducirá los costes de financiación del capital. Como consecuencia, se habrá mejorado por tanto la rentabilidad no solo de los accionistas minoritarios sino también de los accionistas de control (v. ARMOUR, J. Y OTROS, “Agency Problems and Legal Strategies”, cit., pág. 31).

⁶²⁴ Las “estrategias regulatorias” son normas que regulan aspectos sustantivos relativos a la relación principal-agente, normalmente tienden a restringir comportamientos abusivos del agente. Por otro lado, las “estrategias de gobierno corporativo” son aquellas que regulan el ejercicio del control por parte del principal sobre el agente (ARMOUR, J. Y OTROS, “Agency Problems and Legal Strategies”, cit., pág. 32).

⁶²⁵ VIVES RUIZ, F., “Junta general y...”, cit., pág. 191.

consejo de administración y de medidas de reactivación de la junta general como contrapeso al poder del consejo.

De esta forma, durante muchos años, la doctrina se centró principalmente en estudiar el problema de agencia entre los accionistas y el órgano de administración, aportando como principal solución la introducción y promoción de la figura del consejero independiente.⁶²⁶ Con esta, y otras medidas relativas al consejo de administración se trata de conseguir alinear los intereses de los gestores con los dueños de la sociedad.⁶²⁷ Sin embargo, centrarse únicamente en el consejo de administración no era la solución para revolver el resto de problema de agencia.⁶²⁸ Por eso, la doctrina vio en los inversores institucionales los nuevos “consejeros independientes” que solucionarían el resto de problemas, ya que los inversores institucionales, en su rol como accionistas de las sociedades cotizadas se enfrentarían también a los tres tipos de problemas de agencia

⁶²⁶ Como bien se recuerda en el propio CBG “*las definiciones de las distintas categorías de consejeros han pasado a estar contenidas, primero, en la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, y, más recientemente, en la Ley de Sociedades de Capital, no incluyéndose en este Código de buen gobierno*”. En concreto la definición de consejero independiente se encuentra en el art. 529 *duodecies* de la LSC que los define como “*aquellos que, designados en atención a sus condiciones personales y profesionales, puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad o su grupo, sus accionistas significativos o sus directivos*”. Sobre el concepto de inversor independiente en la regulación actual, v. GARRIDO GARCÍA, J. M., “Los consejeros independientes”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. II, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 955-987, pág. 959.

Tradicionalmente se considera que los consejeros independientes representan a la gran masa accionarial, a los accionistas no de control, esto es, al capital flotante (*free float*). Su independencia, valga la redundancia, se considera un aliciente para que actúen dentro de sus conocimientos y en representación de la sociedad en su conjunto, no movidos por intereses propios o de aquellos que les han puesto en el cargo (accionistas de control) de forma que esto permita maximizar el valor de la sociedad. V. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Los consejeros independientes y la reorganización del Consejo de Administración”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil (UCM)*, nº 21, 2008, págs. 1-65, pág. 28 y ss.; y TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 76.

⁶²⁷ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “El debate actual sobre...”, cit., pág. 66.

⁶²⁸ Es más, con el tiempo se demostró que ni siquiera los consejeros independientes eran una garantía suficiente. Así, ad.ex. en el caso *Panter v. Marshall Field & Co.* 646 F.2d 271(7th Cir. 1981) la *US Court of Appeals for the Seventh Circuit* consideró que, a pesar de que fueran consejeros independientes los que tomaban la decisión, su estrecha relación con el resto del consejo de administración hacía que no se eliminaran por completo los conflictos de interés ni los abusos por parte del órgano de administración (v. MATHESON, J. H.; OLSON, B. A., “Corporate Law...”, cit., pág. 1331).

citados. Sus intereses por la rentabilidad de las empresas en las que han invertido les hará enfrentarse no solo a los administradores de las sociedades, sino también con el resto de accionistas y respecto del resto de integrantes de la sociedad.

5.3.- Introducción al tratamiento de los inversores institucionales en el gobierno corporativo

En este epígrafe vamos a introducir cuál es el tratamiento que reciben los inversores institucionales en el contexto del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Para ello tendremos que situar a estos inversores a lo largo de la evolución histórica de las sociedades cotizadas, y ver cómo su participación ha ido creciendo en el seno de estas organizaciones. Este análisis nos permitirá continuar en el capítulo siguiente con el estudio de su nivel de activismo accionarial y qué tipo de técnicas utilizan, entre las que situaremos de forma prevalente el ejercicio de sus derechos políticos derivados de la tenencia de acciones de la sociedad cotizada.

La verdad es que cuesta discernir qué fue antes el activismo de los inversores institucionales o el movimiento de gobierno corporativo. Obviamente el gobierno corporativo *per se*, tal y como hemos señalado al principio de este capítulo surgió primero, pero ¿qué podemos decir del movimiento de gobierno corporativo que se impulsó en los años 80?⁶²⁹ Es muy probable que sin el incremento del activismo accionarial de los inversores institucionales que se produjo en esos años, del que hablaremos más adelante, no se habría expandido el movimiento de gobierno corporativo de forma tan exitosa.⁶³⁰

Centrándonos en el objeto de estudio de esta tesis, podemos indicar que tradicionalmente la doctrina ha considerado que parte de los problemas que surgen por la separación de propiedad y control pueden ser mitigados mediante el activismo de los

⁶²⁹ Que tradicionalmente, respecto a los Estados Unidos, se sitúa en los años 80. V. DE PAZ ARIAS, J. M., “Los inversores institucionales como...”, cit., pág. 879. Así como en ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., págs. 363-364.

⁶³⁰ ESTEBAN VELASCO, G., “Presentación: ¿Una nueva...”, cit., pág. 50. El autor señala que probablemente, sin el desarrollo tanto a nivel cualitativo como cuantitativo de los inversores institucionales y su implicación en la organización y funcionamiento de las sociedades cotizadas, hoy no podríamos hablar de la misma relevancia del gobierno corporativo en el ámbito de las grandes sociedades.

inversores institucionales.⁶³¹ Y ello ya sea de forma directa mediante el ejercicio de sus derechos y del control sobre el órgano de administración o, de forma indirecta, por la reactivación de la junta general de accionistas, verdadera titular de las funciones de control de los gestores societarios.⁶³² En este contexto, los inversores institucionales son considerados en cierta medida como los adalides del gobierno corporativo, aquellos que conseguirán poner límite a los abusos y negligencias de los administradores.

La mayoría de los trabajos en materia de inversores institucionales, de alguna u otra forma, tratan de dar respuesta a las cuestiones que surgen por la presencia de estos accionistas. Y es que su mera manifestación ya supone por sí misma una de las mayores modificaciones en la estructura del accionariado de las sociedades cotizadas. Además, el incremento en su participación ha hecho que cuestiones como el acceso a la información o el ejercicio de los derechos por parte de los inversores institucionales se haya convertido en estas últimas décadas en una de las cuestiones centrales del gobierno corporativo.

⁶³¹ Entre otros muchos, haciendo referencia a diferentes momentos de la historia del análisis del activismo de los inversores institucionales: BARNARD, J. W., “Institutional investors and...”, cit.; BUXBAUM, R. M., “Institutional Owners and Corporate...”, cit., pág. 21 y ss.; CHUNG, K. H.; ZHANG, H., “Corporate Governance and Institutional Ownership”, cit.; FERREIRA, M.; MATOS, P., “The colors of investors’ money...”, cit., pág. 500; GARTEN, H., “Institutional Investors...”, cit., pág. 589; GILLAN, S. L.; STARKS, L. T., “Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective”, *JAF*, 13, 2, 2003, págs. 4-22; ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit.; SCHWAB, S. J.; THOMAS, R. S., “Realigning Corporate...”, cit., págs. 1021-1022.

Entre nosotros destacan, DÍAZ RUIZ, E., “Los inversores institucionales y el buen gobierno corporativo”, *RDM*, 263, 2007, págs. 193-206; ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., “Los inversores institucionales en las reglas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas”, en AA.VV., *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas (Cuadernos de Derecho para Ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) R. Mateu de Ros (coord.), vol. 9, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2011, págs. 175-194; GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 101-102; DE PAZ ARIAS, J. M., “Los inversores institucionales como...”, cit.; RONCERO SÁNCHEZ, A., “Los inversores institucionales...”, cit.; TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 30.

⁶³² Cuando nos hemos referido a “indirectamente” queríamos hacer referencia al hecho de que estos inversores institucionales podrían conseguir no solo que se ejerciera sus propios derechos de voto, sino que su propio ejercicio también podrían movilizar al resto del accionariado para que se reactivara la junta general. Es por este motivo que la última reforma de la Directiva 2007/36 va más allá del hecho de pedir que los inversores institucionales ejerzan sus votos y lo que solicita es que publiquen sus políticas de inversión de forma que el resto de accionistas puedan tener un referente más allá de los planteamientos del consejo de administración o de los accionistas de control.

El interés sobre estos inversores fue creciendo conforme su participación en las sociedades cotizadas fue aumentando. Así, desde los años 50/60 que es cuando se empiezan a describir a estos inversores, pasando por la década de los 80 que fue en la que se registraron mayores aumentos en su porcentaje de participación y en los volúmenes de capital que manejaban, hasta llegar a nuestros días, mientras que su presencia no ha hecho más que crecer. Actualmente poseen el 78% de la capitalización de los mercados bursátiles de los Estados Unidos, porcentaje que asciende a más del 80% cuando se trata de las 500 sociedades de mayor capitalización (el *S&P 500 index*) en territorio estadounidense.⁶³³

El gran volumen de participación y el activismo de ciertos tipos de inversores institucionales hicieron que la doctrina les considerara como una pieza clave en materia de gobierno corporativo. Sin embargo, a pesar de ciertos impulsos en materia de legislación, así como también a través de técnicas de *soft law*, los escasos resultados obtenidos han puesto en duda el verdadero papel de estos inversores. De forma resumida, podemos anticipar que algunos autores consideran que la visión de los inversores institucionales es generalmente cortoplacista, lo que impide la alineación de sus intereses con los de la sociedad participada. En la misma línea se destaca que, debido a los porcentajes de participación que tienen de forma individual, no suelen verse forzados a permanecer en las sociedades a largo plazo y lo que les permite continuar teniendo como principal interés la búsqueda de rentabilidad financiera que puedan repercutir a sus clientes, más que la mejora del gobierno corporativo de la sociedad en la que invierten.⁶³⁴

Como hemos visto en el epígrafe 4 del capítulo I, no hay que olvidar que los inversores institucionales son entidades que habitualmente son gestionadas profesionalmente, siendo la protección del interés de sus clientes y beneficiarios uno de los principios rectores de su actividad. En el caso concreto de los inversores institucionales de primer nivel sus esfuerzos se centrarán principalmente en maximizar la

⁶³³ Datos de agencia Bloomberg respecto al índice S&P 500, tratados por la publicación Pensions&Investments. Pueden consultarse en <http://www.pionline.com/article/20170425/INTERACTIVE/170429926/80-of-equity-market-cap-held-by-institutions> (consultada el 15 de junio de 2018).

⁶³⁴ Sobre esta visión menos idealizada de los inversores institucionales hablaremos en el capítulo siguiente.

rentabilidad de los fondos que gestionan colectivamente. Es por ello por lo que deberán elegir cuidadosamente los activos que forman parte de sus carteras de inversión, desinvirtiendo normalmente en aquellas sociedades cuyos retornos no sean los esperados. Si tenemos en cuenta estas circunstancias, es lógico pensar que en muchas ocasiones será más eficaz para el logro de sus objetivos utilizar la práctica de *vote with your feet*,⁶³⁵ es

⁶³⁵ Esta práctica, también conocida como el *Wall Street Rule* o *Wall Street Walk* o, entre nosotros, “votar con los pies” supone la premisa clásica por la que en situaciones de crisis en una sociedad se actúa desinvirtiendo. Aunque generalmente se contraponen a las medidas de activismo accionarial, parte de la doctrina interpreta que también podría llegar a considerarse una herramienta de activismo por cuanto su utilización puede llegar a tener efectos sobre el valor de cotización de las acciones y esto a su vez puede suponer un impulso para que de forma indirecta el órgano de administración se replantee su actuación. Incluso de forma más directa podría facilitar la utilización de medidas de control por parte del mercado, es decir, que se plantee el lanzamiento de una OPA de forma más sencilla al haberse reducido el valor de cotización. Sobre la efectividad de esta técnica para ejercer algún tipo de presión sobre el órgano de administración, ya sea de forma directa o indirecta, v. ADMATI, A. R.; PFLEIDERER, P., “The «Wall Street Walk»...”, cit., pág. 2677.

En cualquier caso, nos parece interesante señalar brevemente el origen de esta práctica. Esta forma de votar se aplicó en primer lugar en el contexto de las ciencias políticas, donde se utilizaba para tratar de explicar una forma concreta de ejercicio del derecho de voto por parte de los ciudadanos ante cambios de sistema de gobierno. Incluso algunos autores señalan en un hecho histórico militar su primera utilización, cuando los soldados rusos “votaron con los pies” tras la derrota de Caporetto (octubre a noviembre de 1917), desertando en masa del ejército del Zar y volvieron a sus hogares (WINTRINGHAM, T. H., “The Road to Caporetto”, *Left Review*, 2, 2, 1935, págs. 63-65, pág. 65). Concepto que no debe confundirse con el ejercicio del derecho de voto por parte de los *senatores pedarii*, los cuales no tenían voz pero sí voto y su única forma de ejercer su derecho de voto era situándose en el lado correspondiente al sentido de su voto, por lo que votaban con los “pies” al tener que andar para situarse en el lado correcto de la sala (TAYLOR, L. R.; SCOTT, R. T., “Seating Space in the Roman Senate and the Senatores Pedarii”, *Transactions and Proceedings of the American Philological Association*, 100, 1969, págs. 529-582, págs. 531, 534-531, 534).

Asimismo, este concepto fue utilizado con anterioridad al uso en el ámbito del Derecho societario, por el economista CHARLES TIEBOT en 1956 al estudiar alternativas a la votación normal y tradicional en el contexto de una democracia. En este caso, el autor demuestra que ante un cambio de gobierno y de políticas un sujeto puede optar por emigrar a otro territorio en que las políticas actuales se ajusten a sus necesidades en vez de quedarse en su propio país y ejercer sus derechos políticos de forma consecuente. Sobre este trabajo habla, aplicándolo ya a un ámbito jurídico, HANSMANN, H., “Ownership and organizational form”, cit., págs. 422-423.

Tomando como punto de partida esta teoría, en 1970, HIRSCHMAN en su obra “*Exit, Voice, and Loyalty*” centra su estudio en la decisión final que tienen que tomar los consumidores (en nuestro caso serían los inversores) cuando ven que sus bienes (en nuestro caso, las acciones), pierden “calidad”, es decir, su rentabilidad o valor. En ese contexto los inversores se enfrentan a la disyuntiva de votar para cambiar el curso de los hechos o abandonar la inversión, el “*exit or voice*” (HIRSCHMAN, A. O., *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, 2nd print, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1970). Si bien el trabajo de HIRSCHMAN no estaba originalmente pensado para el mercado bursátil, han sido muchos los autores que han utilizado esta teoría para explicar el comportamiento de los inversores.

decir, vender aquellos valores cuya gestión y valoración no se ajusten a sus objetivos de inversión, que llevar a cabo cualquier tipo de campaña de activismo accionarial. Hay que tener en cuenta también el coste que supone implantar algún tipo de acción de control sobre la gestión en el marco de una sociedad cotizada, aspecto que en muchos casos será lo que hará inclinar la balanza hacia el activismo de los inversores institucionales, o lo contrario.

Sea como fuere, la importancia de los accionistas institucionales en el gobierno corporativo de las principales sociedades cotizadas no es menor: independientemente de su nivel de activismo actual, al que nos referiremos en el siguiente capítulo, su presencia en el capital de las grandes sociedades cotizadas ha alterado el mapa tradicional de los accionistas de este subtipo de la anónima. Aunque en algunos casos se pueda considerar que los inversores institucionales tienen un papel secundario y no activo en el reparto de poderes de la sociedad, sí se puede afirmar que tienen la capacidad de ejercer sus derechos políticos con un porcentaje de participación nada desdeñable. Su mera presencia por tanto supone un elemento a tener en cuenta a la hora de definir la gestión societaria.⁶³⁶

De forma casi paralela, y tratándolo desde la perspectiva de los costes de transacción, DEMSETZ también llegaría a las mismas conclusiones al atribuir mayores costes al ejercicio de los derechos políticos que al mecanismo de salida de una sociedad. Siendo menores los costes de transacción (venta) cuanto mayor sea la actividad bursátil de un valor, lo que a su vez está relacionado con una mayor proporción de free-float en su capital. Es decir, cuanto mayor es el volumen de pequeños accionistas, más interesante será vender que participar. V. DEMSETZ, H., “The Cost of Transacting”, *Q. J. Econ.*, 82, 1, 1968, págs. 33-53, pág. 50.

Así lo entendieron otros autores de la época, especialmente aquellos vinculados a la Escuela de Chicago. Podemos señalar, entre otros, a BAYSINGER, B. D.; BUTLER, H. N., “The Role of Corporate Law in the Theory of the Firm”, *J.L. & Econ.*, 29, 1, 1985, págs. 179-192, pág. 181. En esa obra los autores hablan de la dicotomía de los costes de salida o de voto: “*as the importance of exit diminishes, the importance of voice increases*”. Señalan, por tanto, que ambos costes son complementarios, de forma que cuanto mayores son los costes derivados de la salida, menores serán los del ejercicio de los derechos. De forma que, en el caso de una cierta concentración de las acciones en un único accionista (un *blockholder*), independientemente de su motivación relativa a su inversión, este no podrá ignorar su nivel de participación que le vincula de una forma más directa a la sociedad. En su caso, desinvertir le supondría unos elevados costes ya que podría tener una gran repercusión en el valor de cotización, por tanto, ante mayores costes de salida menores costes de participación societaria. Aspecto que, como se puede deducir, también será interesante tener en cuenta a la hora de incentivar la participación a largo plazo de los inversores.

Más recientemente sobre esta cuestión v. también HELWEGE, J.; INTINTOLI, V. J.; ZHANG, A., “Voting with their feet or activism? Institutional investors’ impact on CEO turnover”, *J. Corp. Fin.*, 18, 1, 2012, págs. 22-37.

⁶³⁶ MATEU DE ROS CEREZO, R., “Introducción: Accionistas Institucionales...”, cit., pág. 7.

5.3.1.- Evolución histórica de la presencia de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas

A finales del siglo XIX las sociedades seguían un cierto patrón por el que el promotor o promotores, los inversores y los gestores de la sociedad coincidían en la misma persona o grupo reducido.⁶³⁷ Tras este periodo, el accionariado de las sociedades se irá abriendo y cada vez habrá más volumen de pequeños accionistas. Debido a este hecho surgen los primeros gestores empresariales profesionales, aquellos que se encargarán de gestionar las grandes sociedades ante la dificultad de hacerlo de forma coordinada. Con ellos también aflora una nueva forma de entender el capitalismo que se define, principalmente, por el proceso de separación entre la propiedad y el control, cuestión que estudiaron, como ya hemos indicado, BERLE y MEANS.⁶³⁸

La tercera fase de esta historia sobre el capitalismo moderno la podemos situar en los años 60 y consistiría en una segunda división dentro de la teoría de la separación entre la propiedad y el control: los propietarios dejan de ser los accionistas que figuran en los registros sino que los verdaderos propietarios son los partícipes o clientes de los inversores institucionales. Como vemos, la separación entre quienes invierten sus ahorros

⁶³⁷ La fase “promotor-inversor-gestor” o del emprendimiento, es como se denomina la primera fase de la historia del capitalismo según CLARK. Este periodo se caracteriza porque ya no son los Estados, sino personas individuales o grupos reducidos los que lanzan al mercado organizaciones empresariales a gran escala, sino que por primera vez en la historia se hace de forma independiente. Sin duda, en este momento histórico no había problemas de agencia debido a la concurrencia de los distintos órganos societarios en la misma persona o grupo reducido de personas. V. CLARK, R. C., “The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treatises”, *Harv. L. Rev.*, 94, 3, 1981, págs. 561-582, pág. 562.

⁶³⁸ Este segundo periodo se caracteriza por la regulación de las relaciones entre los administradores “profesionales” (figura ya separada del promotor-inversor) con los inversores de las grandes sociedades abiertas. Inicialmente los primeros debían actuar en beneficio de los primeros y bajo sus instrucciones, dando las justificaciones necesarias sobre las acciones que se iban tomando en nombre de la sociedad (la responsabilidad fiduciaria). No obstante, con el tiempo pasaron a ser los verdaderos dirigentes de las sociedades, dejando a los verdaderos propietarios de la sociedad (los accionistas) sin la posibilidad de dirigir la empresa, salvo en los casos de presencia de accionistas de control. La consideración bajo el Derecho mercantil de los administradores como mandatarios de los accionistas no deja de ser una mera ficción, en palabras de RIPERT, G., *Aspectos Jurídicos del Capitalismo Moderno*, Quero Molares, J. (traductor), Ediciones Jurídicas Europa-América, Bosch y Cía., Buenos Aires, 1950, págs. 290-291.

Como es por todos conocido, además de por otras causas, la consecuencia final fue la Gran Depresión que se inició tras el “Crack del 29”. También será en este punto en el que encontramos el nacimiento de las grandes sociedades modernas tal y como las conocemos. V. CLARK, R. C., “The Four Stages of Capitalism...”, cit., pág. 563.

y aquellos que toman las decisiones es cada vez mayor. En este momento, además de los administradores como sujetos que pueden provocar la separación entre la propiedad y el control hay que añadir a los gestores de activos, aquellos que deciden qué valores se adquieren y cuáles no. En este periodo, la doctrina considera que el centro de control societario se encuentra en los inversores institucionales, ya sea a través de los gestores de cartera o por su posición como intermediarios financieros; estamos, según la doctrina estadounidense, ante una verdadera profesionalización de la inversión.⁶³⁹

De forma parecida, USEEM también llegó a conclusiones similares al hablar de una transformación entre un modelo de capitalismo de los administradores (*managerial capitalism*) a un capitalismo de los inversores (*investor capitalism*).⁶⁴⁰ Es por esto que el traslado de la propiedad por parte de inversores individuales hacia los inversores institucionales es, y continúa siendo, objeto de estudio de la doctrina mercantilista que busca entender cuáles son las implicaciones de esta situación. No hay que olvidar que, si bien los porcentajes globales de participación de los inversores institucionales son elevados, individualmente son pocos inversores institucionales los que llegan a alcanzar posiciones de control.⁶⁴¹

Sin embargo, esta descripción de la evolución del capitalismo y de la aparición de los inversores institucionales como aquellos que tienen el poder del control de la sociedad

⁶³⁹ Existen multitud de ejemplos en la doctrina que analizan esta nueva separación de la propiedad y control además del ya mencionado por CLARK, R. C., “The Four Stages of Capitalism...”, cit., pág. 564. Destacan asimismo BINES, H. E., “Modern Portfolio Theory...”, cit.; FRANKEL, T., “Regulation of Variable Life Insurance”, *Notre Dame L. Rev.*, 48, 5, 1973, págs. 1017-1091.

Según CLARK existiría un cuarto estadio al que llamo el “periodo de la planificación del ahorro”, donde se produciría una tercera separación dentro de la propiedad de las acciones, de forma que además de las anteriores partes interpuestas (administradores y los gestores de activos) también encontraríamos aquellos sujetos que toman la decisión final respecto al ahorro individual, es decir, los administradores de cartera o los conocido como *money managers*. V. CLARK, R. C., “The Four Stages of Capitalism...”, cit., págs. 565-566. A modo de resumen de las cuatro fases y de cómo se van sucediendo las divisiones dentro de la propiedad de las acciones v. el gráfico que se presenta en *Ibid.* pág. 567.

⁶⁴⁰ USEEM, M., *Investor Capitalism*, cit., pág. 6.

⁶⁴¹ MARTIN, R.; CASSON, P. D.; NISAR, T. M., *Investor Engagement. Investors and Management Practice under Shareholder Value*, Oxford University Press, New York, 2007, págs. 36-38. Estos autores rechazan la idea de que estemos ante un cambio sustancial en la propiedad por parte de inversores individuales hacia los institucionales, especialmente teniendo en cuenta los niveles de participación de manejan los inversores institucionales de forma independiente.

solo es aplicable en economías dónde exista propiedad dispersa en sus grandes sociedades, como son los Estados Unidos o el Reino Unido.⁶⁴² Sin embargo, en economías donde prevalece la concentración accionarial, como es el caso de España, las diferencias no son tan marcadas y mucho menos podemos generalizar en todo caso a los inversores institucionales como sujetos clave en la relación entre la propiedad y el control.⁶⁴³ No obstante, la descripción de esta evolución será importante para entender cómo fue este proceso en los Estados Unidos, en donde se sitúa el origen del activismo por parte de los inversores institucionales; lo a su vez permitirá prever como actuarán en nuestro país conforme se vaya ampliando el grado de dispersión accionarial.

En los Estados Unidos, unas de las principales causas por las que los inversores institucionales crecieron de forma exponencial y, por tanto, fueron tomando posiciones de “control” en las sociedades en las que invertían, fueron, por un lado, la regulación y por otro las fuerzas de mercado.⁶⁴⁴ En cuanto al primer factor, destaca la promulgación de ERISA en 1974,⁶⁴⁵ que exigió que cada plan de pensiones se financiara en su totalidad mediante conjuntos de activos segregados.⁶⁴⁶ Este hecho condujo a la creación de fondos de pensiones corporativos independientes (también conocidos como fondos de pensiones privados) que financiarían planes de “beneficios definidos” (los *defined benefit funds*, en los que las pensiones de los empleados eran un cierto porcentaje del salario final).⁶⁴⁷

⁶⁴² Tal y como exponen, GILSON, R. J.; GORDON, J. N., “The Agency Costs of Agency...”, cit., pág. 863; ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., págs. 364-365.

⁶⁴³ V. MAYER, C., “Firm Control”, *Inagural lectures of Said Business School, University of Oxford*, 1999, págs. 1-32, pág. 3. El autor señala que en las economías con capitales concentrados aun es habitual ver a familias o inversores individuales como principales inversores de las sociedades cotizadas, frente a las economías como el Reino Unido o los Estados Unidos donde dominan los inversores institucionales, pero con participaciones inferiores al 5% de forma individual.

⁶⁴⁴ ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., pág. 367.

⁶⁴⁵ ERISA es el acrónimo de *Employee Retirement Income Security Act (Pub.L. 93-406, 88 Stat. 829*, promulgada el 2 de septiembre de 1974. Se trata de una norma estadounidense de carácter federal que regula los fondos de pensiones privado en sus vertientes fiscal, laboral y, en cierta medida, mercantil y administrativa.

⁶⁴⁶ GILSON, R. J.; GORDON, J. N., “The Agency Costs of Agency...”, cit., págs. 878-884.

⁶⁴⁷ Sobre este tipo de fondos, v. GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 161-162. Frente a los fondos de pensiones privados promovidos por los empresarios, como ya hemos explicado al definir a los inversores institucionales se encontrarían también los fondos promovidos por los sindicatos

También, deben tratando de evitar los abusos por parte de los gestores de los planes de pensiones privados, se impuso una serie de obligaciones fiduciarias a los mismos, así como el deber de actuar siempre en beneficio de los partícipes de los fondos.

Además, el desarrollo de ERISA era solo una parte dentro de una macropolítica legislativa de mayor calado: la elección por parte del legislador estadounidense por incentivar este tipo de sistema privado de previsión, frente a un sistema público, del tipo de nuestra Seguridad Social. La elección de impulsar un sistema privado permitió que los ahorros o aportaciones de las empresas (en favor de sus trabajadores) que entraban en estos fondos pudieran (y debieran) ser reinvertidos para poder asegurar los pagos futuros y, entre otras opciones, se encontraba la inversión en los mercados de capitales.⁶⁴⁸ Por los motivos expuestos, durante este periodo de tiempo los fondos de pensiones vieron incrementar su patrimonio de forma considerable tanto en volumen como en número, lo que se reflejaría a su vez en los volúmenes de sus carteras de inversión y en su participación en las sociedades cotizadas estadounidenses.⁶⁴⁹

Este considerable crecimiento de los inversores institucionales, en especial de los fondos de pensiones, les convirtió en gestores de capital notablemente eficientes, lo que nos lleva al segundo factor, las fuerzas del mercado.⁶⁵⁰ Las rentabilidades que consiguen alcanzar los inversores institucionales aprovechando las economías de escala y las sinergias por una inversión centralizada de las pequeñas participaciones de sus beneficiarios o clientes, les lleva a convertirse en una de las opciones de inversión preferidas para los pequeños ahorradores, lo que hizo aumentar su volumen de activos más si cabe.

(los *union funds*), los promovidos por entes públicos (los *public funds*) e incluso los constituidos por trabajadores autónomos.

⁶⁴⁸ Además, durante mucho tiempo, los planes de pensiones privados tenían sustanciosas ventajas fiscales que aun hacían más atractivo el producto. V. GILSON, R. J.; GORDON, J. N., “The Agency Costs of Agency...”, cit., pág. 879.

⁶⁴⁹ El resultado fue una gran concentración de fondos que participaban en los mercados de capitales. De hecho entre 1980 y 1990, los activos de los fondos de pensiones aumentaron de 871 mil millones de dólares a 3 billones (españoles) de dólares. V. GILSON, R. J.; GORDON, J. N., “The Agency Costs of Agency...”, cit., pág. 880.

⁶⁵⁰ ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., pág. 367.

Obviamente, con el tiempo, los inversores institucionales se convirtieron en un factor fundamental a tener en cuenta en cualquier análisis de gobierno corporativo. Ya no podemos describir a la sociedad cotizada solo como aquel tipo societario donde confluye un gran volumen de pequeños accionistas con una participación económica y política irrelevante, ahora tenemos de contar con la presencia casi masiva de los inversores institucionales ⁶⁵¹

Es más, el aumento en la propiedad por parte de los institucionales también ha ido provocando el desarrollo de iniciativas normativas y de códigos de buen gobierno, entre otras medidas de *soft law*, con el objetivo de aumentar su nivel de compromiso con la propiedad de la sociedad. En esta línea se puede citar la publicación de la primera guía interpretativa de la ERISA de 1994 (así como posteriores),⁶⁵² la aprobación del *UK Stewardship Code*, como veremos en el siguiente apartado,⁶⁵³ o más recientemente la introducción del *Say on Pay* en Europa y los Estados Unidos o la reforma de la Directiva 2007/36.

De esta forma, desde mediados de los años 80, cualquier análisis científico debe partir del hecho de que entre el 60% y el 70% de las acciones cotizadas en Estados Unidos están en manos de inversores institucionales;⁶⁵⁴ y que en la mayor parte de la Unión Europea también están cada vez más cerca de esos porcentajes.⁶⁵⁵ Como consecuencia de

⁶⁵¹ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “El interés social...”, cit., pág. 1692.

⁶⁵² El *Department of Labor* de los Estados Unidos ha publicado una serie de guías interpretativas respecto a diversas cuestiones de la ERISA con carácter normativo. De las mismas quisiéramos resaltar la primera, por ser una de las primeras normas en las que se recogía una serie de pautas de actuación para los inversores institucionales y la última, de 2016. Así, el 29 de julio de 1994 se publicaba la primera de estas guías interpretativas (Doc. Nº 94-18198, 29 CFRE 2509) que entre otras cuestiones incluyó la obligación de estos fondos de pensiones de ejercer el derecho de voto de las acciones de las sociedades que figurarán en su cartera de inversión. Puede consultarse en: <https://www.govinfo.gov/app/details/FR-1994-07-29/94-18198>.

La última guía interpretativa (Doc. Nº 81 FR 95879, 29 CFR 2509, RIN 1210-AB78) publicada el 29 de diciembre de 2016, trata las cuestiones relativas al ejercicio de los derechos de los accionistas y sobre las declaraciones respecto a las políticas de inversión, en particular sobre las políticas o directrices del voto por medio de *proxies*. Puede consultarse en: <https://www.gpo.gov/fdsys/granule/FR-2016-12-29/2016-31515>.

⁶⁵³ ÇELIK, S.; ISAKSSON, M., “Institutional Investors and ownership engagement”, cit., pág. 94.

⁶⁵⁴ Como ya habíamos dicho, este porcentaje es incluso mayor respecto a las mayores empresas estadounidenses. La presencia de inversores institucionales en el *S&P 500 index* asciende al 80%.

⁶⁵⁵ ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., págs. 367-368.

este incremento continuo de la presencia de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas, el escenario de dispersión accionarial descrito por BERLE y MEANS en 1932 podemos considerarlo superado, con las consecuencias que esto ello conlleva.⁶⁵⁶

Particularmente, en el caso de España, podemos señalar que la presencia de estos inversores también es elevada, crecimiento que ha ido paralelo a una mayor capitalización bursátil de las sociedades cotizadas, situándose a niveles cada vez más próximos a los de los países anglosajones.⁶⁵⁷ Así, ad.ex., la presencia de inversores extranjeros, siendo la mayoría de estos inversores institucionales, se sitúa en un 45% de participación accionarial en las sociedades cotizadas españolas.⁶⁵⁸ Por su parte, el conjunto de los inversores institucionales españoles supera el 10% de participación accionarial en nuestras sociedades cotizadas.⁶⁵⁹

⁶⁵⁶ La evolución de su presencia ha llegado a provocar que incluso las empresas estadounidenses presenten en la actualidad una estructura accionarial más concentrada que la que existía en 1932. En 2016, de las 20 mayores cotizadas de los Estados Unidos, los 20 mayores inversores institucionales poseían alrededor el 33% de su capital. Y, si nos fijamos en los 50 mayores inversores institucionales ese porcentaje alcanza el 44%. Es más, descendiendo a mayor detalle, la proporción de la participación agregada de los cinco principales accionistas se sitúa de media en un 20,8% de participación accionarial y es en todo caso superior al 17% en las 20 principales sociedades estadounidenses. Sin duda, el nivel de concentración actual no tiene precedentes en el mercado estadounidense. V. BEBCHUK, L. A.; COHEN, A.; HIRST, S., “The Agency Problems of Institutional Investors”, *J. Econ. Persp.*, 31, 3, 2017, págs. 89-112, págs. 92-93.

⁶⁵⁷ En general, el creciente recurso a los mercados de capitales en España ha sido bien recibido por la economía y los principales agentes no bancarios. En nuestro país, tradicionalmente existía un elevado grado de bancarización, lo que le situaba en una peor posición para hacer frente a las tensiones de mercado. Una mayor desintermediación y diversificación en la financiación empresarial aporta menor vulnerabilidad financiera a nuestra economía. V. BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), *Financiación de las grandes cotizadas - Informe 2017*, pág. 2, 4 y 16, consultado el 20 de julio de 2018 en <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Public>.

⁶⁵⁸ Las últimas cifras situaban este porcentaje en 43,1% para el 2016, siendo los datos provisionales para 2017 de un 45% (BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), *Informe de Mercado 2017*, consultado el 20 de julio de 2018 en <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2017>).

⁶⁵⁹ Se pueden consultar estas cifras en BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), *Propiedad de acciones españolas cotizadas de 2016*, cit. Además, podemos hacer mención al hecho de que los inversores institucionales de origen español se sitúan las IICs domiciliadas en España que, en el año 2018 llevan ya acumulado casi 415.000 millones de euros y un crecimiento del 130% respecto de los últimos cinco años (BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), *Informe de Mercado 2017*, cit.).

5.3.2.- Aspectos del gobierno corporativo relativos a los inversores institucionales

Resumiendo lo expuesto hasta este momento, podemos recordar que la mayoría de los sistemas de gobierno corporativo, ya sean de carácter imperativo o dispositivo, han tratado la cuestión de los inversores institucionales y su presencia en las sociedades cotizadas. Como acabamos de exponer, la notable presencia de estos inversores institucionales hizo desde un primer momento que se prestara una especial atención a este tipo especial de accionistas. De forma casi paralela con el incremento de su participación en las sociedades cotizadas, gran parte de la doctrina vio en ellos una medida para mejorar el gobierno corporativo de estas sociedades y se impulsaron medidas normativas o de *soft law* al respecto. Junto a esto, las diversas crisis financieras han llevado a una intensificación de su presencia en las diversas leyes en materia de gobierno corporativo.⁶⁶⁰ Así, el conjunto de medidas relativas a este tipo de accionistas suele englobarse en lo que se conoce como la mejora de la protección de los derechos de los inversores.⁶⁶¹

A continuación vamos a exponer como se ha regulado esta cuestión en diferentes entornos, diferenciando los casos de los Estados Unidos y el Reino Unido, como ejemplos de países con sistema anglosajón y, a nivel internacional, el tratamiento que ha realizado la OECD y la Unión Europea. Posteriormente, en el epígrafe 5.5 de este capítulo, hablaremos de cómo han recogido nuestros diferentes códigos de buen gobierno la presencia de los inversores institucionales.

⁶⁶⁰ Especialmente tras la crisis de principio de siglo (con los casos Enron, Parmalat, Worldcom, etc.) y la reciente crisis financiera. La quiebra de diversas sociedades cotizadas en esos períodos ha hecho al legislador y a las diversas autoridades de supervisión plantearse de qué forma se pueden evitar estas circunstancias en el futuro. Buscando las causas de estas caídas, se suele señalar cuestiones como la falta de independencia de las empresas auditoras, deficiencias en el gobierno corporativo, concretadas especialmente en la asunción imprudente de riesgos y en diseños de sistemas retributivos no adecuados. V. VALERO RUBIO, L., “Inversores institucionales y gobierno corporativo”, *El Notario*, 59, 2015, págs. 24-29, págs. 24-25.

⁶⁶¹ Aunque no todos los autores consideran que la promoción de los inversores institucionales tenga efectos positivos sobre el patrimonio de los accionistas en su conjunto, como veremos más adelante. Así, ad.ex. lo describen COHN, J. B.; GILLAN, S. L.; HARTZELL, J. C., “On Enhancing Shareholder Control: A (Dodd-) Frank Assessment of Proxy Access”, *J. Fin.*, 71, 4, 2016, págs. 1623-1668, pág. 1625.

A) El tratamiento de los inversores institucionales en las normas sobre gobierno corporativo de los Estados Unidos

En los Estados Unidos las principales medidas en materia de gobierno corporativo de carácter normativo han sido introducidas por las ya mencionadas *Sarbanes-Oxley Act* y *Dodd-Frank Act*. Centrándonos en las novedades más recientes, es decir, en la *Dodd-Frank Act*, podemos afirmar con carácter general que buscan reducir los peligros relacionados con las causas que habían desembocado en la crisis financiera de 2008. La *Dodd-Frank Act* estructura sus áreas de actuación en las siguientes: frenar los abusos en los sistemas de remuneraciones de los ejecutivos, tratar de atajar los problemas sistémicos y relacionados con las sociedades *too big to fail* (especialmente entidades de crédito) así como restringir las actividades arriesgadas que pueden desembocar en concursos,⁶⁶² y tratar de aportar mayor transparencia a lo que se denomina como *shadow banking* o banca paralela.⁶⁶³

En cuanto a los inversores institucionales, su papel estaría principalmente vinculado al ejercicio de sus derechos políticos respecto a la primera cuestión, es decir, como control de los sistemas de remuneraciones. En este aspecto se establecieron dos medidas principales en materia de gobierno corporativo, el *Say on Pay* y el *proxy access*.⁶⁶⁴ Respecto al *Say on Pay*, la *Dodd-Frank Act* establece en su S.951 la votación consultiva en la junta general de socios respecto a las remuneraciones de los ejecutivos, así como respecto del establecimiento de indemnizaciones por cese en el cargo al menos una vez cada tres años.⁶⁶⁵ Es más, específicamente en relación a los inversores institucionales, las

⁶⁶² Esta medida se puede descomponer en varios objetivos. En primer lugar estableciendo un sistema de liquidación eficiente y rápido de las entidades de crédito en concurso. También será clave la reducción del nivel de riesgo asumido por las entidades crédito, incluso por medio de la *Volcker Rule*. Por último, la autorización de estándares prudenciales más estrictos, especialmente relativos a capitalización. V. COFFEE, JR., J. C., “The political economy of...”, cit., pág. 1072.

⁶⁶³ Sobre el concepto de *shadow banking* en el Derecho estadounidense, v. PALÁ LAGUNA, R., *Los hedge funds...*, cit., pág. 37 y ss.

⁶⁶⁴ COFFEE, JR., J. C., “The political economy of...”, cit., pág. 1065.

⁶⁶⁵ Entre nosotros v. PALÁ LAGUNA, R., “La comisión de nombramientos y retribuciones. La política de remuneración y el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros (arts. 529 novodecies, 529 quincecies y 541 LSC)”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. II, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur

sociedades gestoras deben publicar al menos anualmente cómo votaron sobre estas cuestiones.⁶⁶⁶ La otra medida que se trató de implantar, pero que finalmente los tribunales impidieron su aplicación, fue la *SEC's "proxy access rule"*.⁶⁶⁷ Esta norma regulaba una mejora en el derecho de los accionistas respecto a la proposición de candidatos en el proceso de nombramiento de administradores, de forma que aquellos accionistas de larga duración, es decir, con una participación superior al 3% mantenida durante al menos tres años, pudieran, entre otras cuestiones, mandar su propuesta junto a la convocatoria de la junta.⁶⁶⁸

Menor (Navarra), 2016, págs. 797-839, pág. 807. Para un análisis comparativo a través de diferentes ordenamientos v. STATHOPOULOS, K.; VOULGARIS, G., "The Importance of Shareholder Activism: The Case of Say-on-Pay", *CGIR*, 24, 3, 2016, págs. 359-370, pág. 362.

⁶⁶⁶ V. Sección 13(f) de la *Securities Exchange Act* de 1934.

⁶⁶⁷ La *SEC's proxy access rule* fue aprobada en agosto de 2010 poco después de que la *Dodd-Frank Act* autorizara a la SEC a preparar esta norma. Sin embargo, el 22 de julio de 2011 la Corte de Apelaciones del Distrito de Columbia suspendió la SEC Rule 14a-11 que contenía la *proxy access rule*. Este Tribunal entendió que la SEC había actuado de forma arbitraria al adoptar esta Regla, dejándola en suspenso. Sin embargo, hasta el momento la SEC no ha procedido a redactar una norma una alternativa a la *proxy access rule*. A pesar de que la norma está en suspenso, varias sociedades estadounidenses han aprobado de forma privada la aplicación de esta propuesta. V. FISCH, J. E., "The Long Road Back: Business Roundtable and the Future of SEC Rulemaking", *Seattle U. L. Rev.*, 36, 2013, págs. 695-730, pág. 697. En palabras de la autora, tiene su sentido que esta norma no saliera adelante por la incorrecta regulación del derecho, aunque estos errores no fueron los que detectaron los tribunales.

⁶⁶⁸ Teniendo en cuenta la regulación del sistema de nombramiento por representación proporcional de nuestro Derecho (art. 243 LSC), sorprende sobremedida el hecho de que existan numerosas críticas a este sistema cuando simplemente consiste en proponer el nombramiento de unos administradores aprovechando el envío de los *proxies* con motivo de la celebración de una junta (con la consecuente reducción de costes para los accionistas que deseen ejercer este derecho) pero que no consiste en nombrar directamente a los miembros del consejo. Entre los autores críticos con esta Regla, encontramos a COFFEE, JR., J. C., "The political economy of...", cit., págs. 1055-1056. Este autor, si bien acepta que esta medida podría ser un contrapunto interesante contra el abuso de los administradores a la hora de proponer el nombramiento o su propia renovación de estos cargos, teniendo en cuenta las especialidades de algunas de las sociedades cotizadas, en particular las de carácter financiero, considera que incrementar el poder de los accionistas podría reducir el control regulatorio sobre estas sociedades. Concluye señalando que, en cualquier caso, la efectividad de esta norma era cuestionable.

No obstante, se trataba de una medida largamente solicitada por otra parte de la doctrina y por los inversores más activos. Así, entre otros, podemos señalar a GILBERT, L. D., *Dividends and democracy*, American Research Council, Larchmont, New York, 1956, págs. 166-167, 220-221, que ya en 1956 solicitaba que los accionistas pudieran proponer la inclusión de un candidato en el proceso de nombramiento de los administradores de forma que se incluyera en el *proxy statement*. El autor incluso iba más allá y planteaba que sería incluso más recomendable que se pudieran nombrar directamente y no solo proponer sus candidatos a incluir en una lista preexistente. De forma más reciente, también defienden este tipo de

En el ámbito de los códigos de buen gobierno corporativo en los Estados Unidos, podemos hacer referencia en primer lugar al *NYSE: Corporate Governance Guide*. En esta guía se trata la figura del inversor institucional especialmente en su capítulo 3 y de forma transversal a lo largo de su texto. En la primera sección del capítulo 3 se analiza el gobierno corporativo de las sociedades desde la perspectiva de los inversores institucionales, vinculándolos a un proceso en el que se crea un sistema de derechos y responsabilidades que garantice la rendición de cuentas y la capacidad de respuesta de la sociedad con sus accionistas, que promueva comportamientos y prácticas que refuercen una perspectiva de largo plazo y que se fomente el diálogo entre los inversores y la sociedad.⁶⁶⁹ El establecimiento de estructuras de gobierno corporativo efectivas y buenas prácticas, en la línea de lo expuesto, se presenta como la forma de vincular a estos inversores institucionales de forma duradera a la sociedad, lo que a su vez permite conseguir alinear sus intereses en el largo plazo junto con los del resto de accionistas.⁶⁷⁰

Respecto al ejercicio del derecho de voto, se considera que la participación de los inversores institucionales se verá más influida por compromisos directos en materias como las políticas retributivas de los ejecutivos, más que por los informes que puedan recibir de terceras partes o de sus *proxy advisors*.⁶⁷¹ En general esta Guía presenta a unos inversores institucionales mucho más activos que en épocas pasadas,⁶⁷² y como un punto

medidas CHOI, S. J.; FISCH, J. E.; KAHAN, M., “Director Elections and the Influence of Proxy Advisors”, *S. Cal. L. Rev.*, 82, 2009, págs. 649-702, pág. 650, los cuales consideran que la regulación del *proxy access rule* permitiría aumentar el activismo accionarial, especialmente si se vincula su ejercicio a los inversores institucionales.

⁶⁶⁹ NEW YORK STOCK EXCHANGE; INTERCONTINENTAL EXCHANGE COMPANY, *NYSE: Corporate Governance Guide*, cit., pág. 13.

⁶⁷⁰ NEW YORK STOCK EXCHANGE; INTERCONTINENTAL EXCHANGE COMPANY, *NYSE: Corporate Governance Guide*, cit., pág. 19.

⁶⁷¹ Los inversores institucionales tradicionales también son cada vez más receptivos a las prácticas de aquellos más activistas, incluso en ocasiones los apoyan públicamente para impulsar el cambio en alguna de las sociedades en las que participan. Esta tendencia se ha visto incrementada con la votación consultiva de las remuneraciones de los consejeros y altos cargos (*Say on Pay*), norma que también ha provocado que empiecen a votar con mayor frecuencia contra el órgano de gestión respecto a este punto (NEW YORK STOCK EXCHANGE; INTERCONTINENTAL EXCHANGE COMPANY, *NYSE: Corporate Governance Guide*, cit., págs. 153,237).

⁶⁷² Mientras que en el año 2000 se llevaron a cabo 27 campañas de activismo accionarial, en el año 2014 fueron más de 250, un considerable incremento, más aun si tenemos en cuenta que muchas de las acciones de activismo accionarial se suelen realizar por detrás de los focos y no quedan registradas en estas

de apoyo para desarrollar alternativas al activismo accionarial más allá del ejercicio del derecho de voto, como puede ser la mejora de las comunicaciones con el consejo de administración.⁶⁷³

Otro ejemplo de *soft law* lo encontramos en los *Commonsense principles of corporate governance*.⁶⁷⁴ En este documento se pretendían incluir los elementos esenciales de un buen gobierno corporativo, estableciéndose como principal objetivo el abandono de una visión cortoplacista. En relación a dicho objetivo, los accionistas de las cotizadas se convierten en uno de los elementos clave del estudio, en especial, respecto de aquellos que tienen un mayor peso en la junta general de accionistas. Debido a la presencia de inversores institucionales entre los redactores de este conjunto de principios, no sorprende que se incluyan nuevas peticiones tradicionalmente realizadas por los accionistas más activos, entre las cuales destacamos la solicitud de reuniones periódicas con el consejo de administración sin la presencia de la dirección o una posición más prominente de la figura de los accionistas, brindándoles un mayor acceso a la toma de decisiones por parte de la compañía.⁶⁷⁵

B) El tratamiento de los inversores institucionales en las normas sobre gobierno corporativo de la OCDE

En un ámbito más internacional, destacan los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20.⁶⁷⁶ Estos principios buscan servir de guía a los legisladores a la

estadísticas. V. NEW YORK STOCK EXCHANGE; INTERCONTINENTAL EXCHANGE COMPANY, *NYSE: Corporate Governance Guide*, cit., pág. 244. Destaca también de forma especial este código el papel que están jugando los *hedge funds* en materia de activismo accionarial.

⁶⁷³ NEW YORK STOCK EXCHANGE; INTERCONTINENTAL EXCHANGE COMPANY, *NYSE: Corporate Governance Guide*, cit., pág. 135.

⁶⁷⁴ Los *Commonsense principles of corporate governance* (o Principios de sentido común de gobierno corporativo) fueron publicados en julio de 2016, fruto del trabajo de un grupo integrado por 13 altos ejecutivos de grandes empresas estadounidenses, gestores de carteras y de fondos de pensiones, dirigidos por Jamie Dimon, director general de JPMorgan. Entre sus miembros destaca la presencia de Warren Buffet (Berkshire Hathaway), Mary Barra (General Motors) o Larry Fink (BlackRock), entre otros. Pueden consultarse en su página web: <http://www.governanceprinciples.org>.

⁶⁷⁵ Con disculpas por la autocita v. HERRERO MORANT, R., “Publicación en Estados...”, cit., pág. 417.

⁶⁷⁶ La primera edición de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 (en inglés, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*) es de 1999, mientras que la última edición es de 2015. Desde su primera versión estos principios han sido referente internacional en materia de gobierno

hora de evaluar y mejorar el marco legislativo, reglamentario e institucional del gobierno corporativo de sus respectivos países. A su vez, recogen unas directrices en materia de buen gobierno corporativo para los mercados de valores, los inversores, las empresas y otros agentes económicos.

Entre las diversas recomendaciones que contienen se encuentran aquellas que buscan fomentar la participación de los accionistas en la junta general, entre las cuales destaca especialmente la eliminación de los obstáculos para el ejercicio del voto transfronterizo y la posibilidad de consultarse entre los accionistas (incluidos los institucionales) sobre cuestiones relativas a sus derechos.⁶⁷⁷ Respecto a esta última cuestión destaca que será necesario establecer un derecho para el cual los accionistas puedan conocerse entre ellos, derecho que no suele reconocerse en los ordenamientos.⁶⁷⁸

En cuanto a los inversores institucionales *stricto sensu*, cabe decir que en la primera versión de estos principios (1999) el papel de los inversores institucionales como impulsor del gobierno corporativo se ponía en duda. No obstante, en la última versión de este conjunto de principios (2016), se insiste en el aumento significativo de los inversores institucionales en el capital social, pero señalando que no todos ellos muestran la misma capacidad ni interés por involucrarse en el gobierno corporativo. Este hecho será clave a la hora de plantear la regulación del ejercicio de los derechos políticos por parte de estos accionistas, ya que, si la participación en la vida social no forma parte de su modelo de

corporativo. La versión actual de estos principios se puede consultar en: https://read.oecd-ilibrary.org/governance/g20-ocde-principios-de-gobierno-corporativo_9789264259171-es#page1.

⁶⁷⁷ Así se recoge en el principio II.C.6 y II.D, dentro del epígrafe sobre derechos y tratamiento equitativo de los accionistas y funciones de propiedad clave, pág. 24.

⁶⁷⁸ Es más, aún está en proceso de consolidación el derecho de las propias sociedades cotizadas a conocer a sus accionistas, es decir, a solicitar a los gestores de los registros de anotaciones en cuenta que les faciliten dicha información.

En cualquier caso, el hecho de que los accionistas puedan tener acceso a los datos de contacto de otros accionistas puede ayudar a organizarse y hacer frente a los abultados costes que supone en algunos casos el ejercicio de los derechos políticos. Asimismo, permitirá reducir la presencia de *free riders* que se aprovechen de los resultados de aquellos que lleven a cabo campañas de activismo accionarial sin contribuir en ellas. En el caso de los inversores institucionales, el establecimiento de este derecho y la mayor facilidad para colaborar a la hora de llevar a cabo el ejercicio de sus derechos políticos con otros inversores, supondrá un contrapeso frente a su tendencia a la toma de participaciones lo más pequeñas posible y a dar prioridad a la diversificación (sin olvidar que hay en muchos casos la legislación sectorial establece unos mínimos de diversificación).

negocio ni de su estrategia de inversión, es bastante probable que regular una intervención obligatoria sea una medida ineficaz o que se cumpla solo en apariencia. Es más, puede llegar a provocar un uso abusivo de los servicios de *proxy advisors* con resultados algo deficientes respecto a lo que se considera buen gobierno corporativo.⁶⁷⁹

Parece más interesante la recomendación que se establece a continuación: que estos inversores revelen sus políticas relativas al gobierno corporativo, de forma que aporten credibilidad al marco de gobierno corporativo. De esta forma, aquellos inversores que no quieran ejercer su derecho de voto no estarían obligados a ello,⁶⁸⁰ pero deberán exponerlo en su política en materia de gobierno corporativo para que el resto de accionistas lo tenga en consideración, con el objetivo principal de provocar el diálogo.⁶⁸¹ Por último, también es interesante que estos Principios incluyan como recomendación que los custodios o representantes voten con arreglo a las instrucciones del beneficiario efectivo de las acciones.

C) El tratamiento de los inversores institucionales en las normas sobre gobierno corporativo de la Unión Europea

Acercándonos a nuestro entorno, ponemos ahora el énfasis en cómo han sido tratados los inversores institucionales en los últimos documentos relativos al gobierno corporativo de origen europeo. En este punto hay que mencionar, en primer lugar, el Libro

⁶⁷⁹ Esta cuestión figura en la tercera sección de este conjunto de principios: Inversores institucionales, mercados de valores y otros intermediarios.

⁶⁸⁰ Salvo, claro está, que estén obligados por su propia legislación sectorial, como es el caso de ciertas sociedades gestoras de IICs españolas que tengan valores de emisores españoles y con una participación superior al 1% mantenida durante al menos doce meses (art. 81.1.i) RICCC). V. ALONSO UREBA, A.; RONCERO SÁNCHEZ, A., “IIC, buen gobierno...”, cit., pág. 201.

⁶⁸¹ También podemos indicar que, como veremos, esta recomendación ha sido incluida en una de las recientes modificaciones del Derecho europeo en esta materia.

En nuestro ordenamiento, además de la obligación de ejercer el derecho de voto en ciertos supuestos por parte de las sociedades gestoras de las IIC, tal y como hemos descrito en la nota a pie anterior, la LIIC en su art. 46.1.d también establece que estas sociedades gestoras deberán ejercer todos los derechos (especialmente los de asistencia y voto) inherentes a los valores integrados en el fondo en beneficio exclusivo de los partícipes, así como informar de su política en relación al ejercicio de estos derechos. Esto fue además desarrollado reglamentariamente a través del RIIC en su art. 81. Tal y como describen, RONCERO SÁNCHEZ, A.; VALMAÑA OCHAÍTA, M., “El alcance de la...”, cit., pág. 284 y ss.

Verde sobre “La normativa de gobierno corporativo en la UE” (2011) y el posterior Plan de acción de la Comisión de 2012.⁶⁸²

Respecto al primero, en él se tratan cuestiones relativas a los costes de una participación activa por parte de los accionistas y la dificultad de valorar los beneficios que puede generar el activismo accionarial. Según la Comisión Europea, los inversores institucionales tienden a mantener una actitud más bien pasiva y no proactiva en relación con el ejercicio de sus derechos, especialmente cuando las empresas participadas se encuentran en otros países, ya que en estos casos se añaden los costes producidos por operar bajo un ordenamiento jurídico distinto. Por tanto, tiene una visión bastante pesimista sobre el papel que pueden llegar a tener los accionistas y, en especial, los inversores institucionales en el gobierno corporativo de las grandes sociedades.⁶⁸³

A pesar de las dudas expuestas por la Comisión Europea en su Libro Verde respecto al fomento de la democracia accionarial y su efectividad como medida de vigilancia de la gestión de los administradores y directivos, en la reciente reforma de la Directiva 2007/36 por la Directiva 2017/828,⁶⁸⁴ los inversores institucionales sí se presentan como una pieza dentro del entramado de medidas que se establecen para fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas.

Entre las medidas incluidas destaca el derecho de las sociedades cotizadas (como entidades emisoras) a identificar a sus accionistas, sin embargo no va más allá para incluir también el derecho de los accionistas a identificarse entre ellos como sucede con los

⁶⁸² Respecto del Libro Verde, se trata del EUROPEAN COMMISSION, *Green Paper – The EU corporate governance framework*, de 5 de abril de 2011, consultado el 24 de agosto de 2018 en http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf; y, el mencionado plan de acción es el EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, «Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies»*, de 12 de diciembre de 2012.

⁶⁸³ En el citado Libro Verde (2011) se destaca lo difícil que es tratar de vincular a este tipo de inversores, los cuales son dados a tener un comportamiento de *free riders*, es decir, aprovecharse de las campañas de activismo de otros de forma que no les supongan costes. Así se expone en su pág. 11.

⁶⁸⁴ Esta modificación surgió a raíz del citado Plan de Acción de 2012 (*Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*). Sin embargo, debido a una complicada tramitación de esta reforma, a lo largo de ese tiempo se fue modificando su contenido, y en la versión aprobada no se han incluido todas las recomendaciones en materia de fomento de la participación que se recogían en el mencionado Libro Verde (2011).

Principios de la OCDE y el G20 de 2016.⁶⁸⁵ Por otro lado, respecto a los inversores institucionales y, en su caso, los gestores de activos, se plantean una serie de deberes de transparencia, obligándolos a publicar tanto sus estrategias de inversión como sus políticas de implicación respecto a sus inversiones. También dentro de este documento se recomienda la publicación de un informe anual sobre la aplicación de la política de implicación que incluya el modo en que han ejercido sus derechos de voto.⁶⁸⁶ Sin embargo, aunque durante la fase de negociación de la redacción de esta modificación se planteó el establecimiento de la obligatoriedad del ejercicio de voto por parte de los inversores institucionales, finalmente, en la misma línea que las recomendaciones de la OCDE, no se incluyó.

D) El tratamiento de los inversores institucionales en las normas sobre gobierno corporativo del Reino Unido

Por último, no podíamos olvidarnos de uno de los referentes en la materia, el *UK Stewardship Code* de 2010 (actualizado en 2012).⁶⁸⁷ Su principal objetivo es que los inversores institucionales, a quienes define como aquellas instituciones que administran el “dinero de otras personas”, participen activamente en las sociedades en las que invierten en beneficio de sus clientes o beneficiarios, poniendo especial énfasis en el régimen de los deberes fiduciarios de los inversores institucionales con sus clientes o beneficiarios.⁶⁸⁸ Este Código establece que se deben fijar una serie de procedimientos para mantener la transparencia y la comunicación de información, especialmente en aquellos casos en los que los inversores institucionales deban recabar los votos de sus clientes.

⁶⁸⁵ Como así indicaba DÍAZ MORENO, A., “Derecho a conocer la identidad de los accionistas: nuevo régimen en el Real Decreto 878/2015”, *AGAP*, Noviembre, 2015, págs. 1-5, pág. 5.

⁶⁸⁶ Para saber más de esta cuestión, con disculpas por la autocita v. HERRERO MORANT, R., “El fomento de la implicación...”, cit., págs. 4-6.

⁶⁸⁷ El *UK Stewardship Code* fue publicado en 2010 por el *Financial Reporting Council* y actualizado posteriormente en 2012. Consiste en una recopilación de principios especialmente dirigidos a los inversores institucionales, entre los que destaca la referencia a los gestores de activos que tengan derecho a voto sobre las acciones de sociedades localizadas en territorio del Reino Unido. Puede consultarse en el siguiente enlace: [https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-\(September-2012\).pdf](https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-(September-2012).pdf).

⁶⁸⁸ DEL VAL TALENS, P., “Los consejeros independientes ante el activismo accionarial”, *RDBB*, 136, 2014, págs. 235-267, págs. 248-249.

Además, también se incide en la importancia de que los inversores institucionales hagan públicas sus políticas de voto y si utilizan los servicios de *proxy advisors* en su actuación en la cotizada.

Destaca también el hecho de que en la revisión de 2012 de este Código se incluyó una clasificación de inversores institucionales en la que figuran también los propietarios de activos (*asset owners*) así como los gestores de activos (*asset managers*). Este código considera que los propietarios de activos son los proveedores de capital, incluyendo a los fondos de pensiones, las entidades aseguradoras, los fondos de inversión y otros vehículos de inversión colectiva, mientras que los gestores de activos son aquellas sociedades responsables de la gestión diaria de las inversiones.⁶⁸⁹

Además del *UK Stewardship Code*, en el Reino Unido también existe un código de buen gobierno corporativo para las sociedades cotizadas en la Bolsa de Londres (London Stock Exchange), el *UK Corporate Governance Code*.⁶⁹⁰ Recientemente, en 2018, se ha elaborado una nueva versión de este Código poniendo especial énfasis en los siguientes aspectos: construir una relación positiva entre las sociedades, sus accionistas y los *stakeholders* (las partes interesadas), en particular los trabajadores; alinear los objetivos y la estrategia de la sociedad hacia un buen gobierno corporativo; velar porque los miembros del consejo tengan conocimientos y experiencia suficiente y porque exista diversidad en el seno del consejo de administración; y, por último, que su remuneración sea proporcionada y que respalde los objetivos societarios a largo plazo.⁶⁹¹ Las referencias a los inversores institucionales no son tan amplias en este Código, aludiéndose a ellos solo de forma genérica al hablar de los accionistas (de ahí probablemente la aprobación

⁶⁸⁹ ÇELIK, S.; ISAKSSON, M., “Institutional Investors and ownership engagement”, cit., pág. 112.

⁶⁹⁰ El *Corporate Governance Code*, publicado también por el *Financial Reporting Council*, es esencialmente una consolidación de los diferentes informes y códigos publicados en el Reino Unido relacionados con el buen gobierno corporativo, desde el Informe Cadbury en 1992, pasando por el Informe Greenbury en 1995, el Informe Hampel de 1998 y los Informe Myners de 2004 y 2007.

⁶⁹¹ Puede consultarse el texto de la nueva versión del *UK Corporate Governance Code* en: <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.pdf>.

del *UK Stewardship Code* en el cual se contiene una regulación específica para ellos).⁶⁹² Aun así destaca su interés por el papel que juegan los inversores y sus asesores, incidiendo en que ambos deberían involucrarse constructivamente y debatir con la sociedad cualquier desviación de las prácticas recomendadas. Se hace especial mención a los asesores de voto (*proxy advisors*) y específicamente al hecho de que estos deberían tomar en consideración las circunstancias individuales de la sociedad.⁶⁹³ Por otra parte, también se indica que las impugnaciones de acuerdos cuando las explicaciones de los administradores no sean convincentes se deberían hacer de forma razonada y no mecánicamente, así como se defiende el establecimiento de un periodo de tiempo suficiente para que los administradores puedan responder a aquellas cuestiones que se planteen a raíz del IAGC.

Podemos concluir esta sección haciendo hincapié al hecho de que no en todos los informes y documentos reseñados se regula de la misma forma el papel de los inversores institucionales. Aun así, como hemos visto, en algunos de los documentos más recientes parece que existe de nuevo una tendencia hacia el impulso de la participación de estos inversores pero de forma más moderada a épocas anteriores; y al establecimiento de mecanismos para que estos ejerzan sus derechos políticos o publiquen sus actuaciones de forma que promuevan el ejercicio por parte del resto de accionistas. En cuanto a nuestro Derecho nos remitimos al epígrafe 5.5 de este capítulo sobre los aspectos concretos del Gobierno Corporativo en España.

⁶⁹² En 2010, cuando el *Financial Reporting Council* emitió el *UK Stewardship Code*, lo hizo junto a una nueva versión del *Corporate Governance Code*, separando entre sí los problemas regulados en cada uno. Esta división encuentra su justificación en los trabajos presentados por MYNERS sobre el rol de los inversores institucionales y los impedimentos del ejercicio de voto, que originalmente formaron parte de un mismo código conjunto, pero que con el tiempo y a raíz también del Informe Walker se consideró más conveniente tratar de forma separada.

⁶⁹³ Se trata de una crítica generalizada a los *proxy advisors* que en orden a obtener los informes de una forma más económica suelen aplicar los mismos modelos a todas las cotizadas (el famoso *one size fits all*). Sin embargo no siempre es posible generalizar de esta forma, en el ámbito de las grandes sociedades, ya que cada mercado será distinto e incluso dentro del mismo mercado pueden existir multitud de diferencias entre las diversas sociedades cotizadas.

5.4.- La incidencia de la estructura accionarial de la sociedad cotizada sobre el buen gobierno corporativo

Antes de describir la situación en nuestro país respecto al gobierno corporativo, creemos conveniente exponer que algunas de las cuestiones que hemos ido presentando a lo largo de este capítulo no siempre van a poder ser aplicables en todas las economías más desarrolladas. Obviamente la globalización ha ayudado a propagar el movimiento de gobierno corporativo a prácticamente todas las partes del mundo y a que se haya llevado a cabo un proceso de convergencia. No obstante, no podemos afirmar que se haya producido una total homogeneización a nivel mundial.⁶⁹⁴ Lo que si podemos afirmar con rotundidad es que el sistema anglosajón clásico no es aplicable sin más en todos los contextos, incluso, como veremos, ni siguiera en los Estados Unidos actualmente.

Es por todos reconocido que el origen del movimiento de gobierno corporativo se encuentra en los Estados Unidos y que está fuertemente vinculado a la teoría de la separación de la propiedad y el control.⁶⁹⁵ El escenario en el que empezó a actuar este movimiento inicialmente se caracterizaba por aplicarse a grandes sociedades cotizadas con un capital fuertemente disperso y pasivo.⁶⁹⁶ Sin embargo, las conclusiones y teorías de este movimiento se extendieron rápidamente, sin más, a otros países, países cuyas características no eran siempre equivalentes.

⁶⁹⁴ Desde mediados de los años 90 gran parte de la doctrina consideraba que existía un proceso de convergencia de los sistemas de gobierno corporativo mundiales hacia los estándares estadounidenses. Sin embargo, el tiempo ha demostrado que si existe un proceso de convergencia lo es hacia un punto intermedio. Es decir, los sistemas anglosajones también parecen tender hacia los estándares europeos. V. THOMSEN, S., "The Convergence of Corporate Governance Systems to European and Anglo-American Standards", *EBOLR*, 4, 1, 2003, págs. 31-50, págs. 31-32.

⁶⁹⁵ Entre nosotros, LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A., "Corporate Ownership around the World Corporate Ownership Around the World", *J. Fin.*, 54, 2, 1999, págs. 471-517, pág. 471 y la literatura que allí se reseña.

⁶⁹⁶ Históricamente el accionariado presente en las sociedades cotizadas estadounidenses, cuando surgieron los primeros movimientos de activismo por parte de los inversores institucionales, estaba altamente disperso, atomizado, débil y tendente al absentismo y a la inactividad. V. TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 20-22, 87-90.

Podemos afirmar que la principal diferencia en cuanto al gobierno corporativo en diferentes países es respecto de una cuestión: la estructura de su accionariado.⁶⁹⁷ De esta forma se diferencia entre países como los Estados Unidos y, en cierta medida, el Reino Unido, lo que llamaremos el bloque anglosajón, frente a la Europa continental.⁶⁹⁸ En este segundo bloque, la mayoría de las sociedades cotizadas europeas cuentan accionistas de control (*blockholders*),⁶⁹⁹ mientras que la mayoría de las sociedades cotizadas

⁶⁹⁷ Para entender las diferentes composiciones que tiene el accionariado de una sociedad, el Prof. MAYER en 1999 presentó una forma de analizarlo según el porcentaje de control que tuvieran los diferentes bloques de control (primer accionista según el porcentaje de participación o control, segundo y subsiguientes). Así, en la mayoría de las economías donde el capital está concentrado, el tamaño medio del tercer o segundo bloque accionario es poco relevante desde una perspectiva de control (que el autor sitúa en un 5%). Afirma en consecuencia que el control en estos casos (especialmente en Europa continental) no solo está concentrado por el hecho de que existan grandes *blockholders* sino también por la ausencia de otros bloques accionariales.

Para explicarlo gráficamente, utilizando los datos presentados por el autor, en el ejemplo paradigmático de capital disperso (Estados Unidos) el primer bloque accionario poseerá entorno al 2-3%, mientras que el segundo se encuentra sobre el 2%, no habiendo, por tanto, prácticamente diferencia y sin que ninguno alcance una participación de control elevada. En el segundo supuesto tomando como ejemplo al Reino Unido, el primer grupo de control posee de media un 10% del capital, mientras que el segundo un 7%, únicamente hay una diferencia de un 3%. Sin embargo, en el caso de Italia, mientras que el primer grupo accionario tendrá más del 50%, el segundo apenas llega al 3%. El caso español es algo más complicado al existir varias sociedades que no estarán controladas por una familia o grupo de control, sino que pueden ser varios miembros o que sea una familia junto con una entidad financiera. Por ello, en el supuesto español, la primera participación se encontraría sobre el 34% y la siguiente alcanzaría casi un 10%. V. MAYER, C., "Firm Control", cit., pág. 19.

⁶⁹⁸ En esta tesis nos hemos centrado en estudiar los dos principales sistemas que encontramos en las economías más próximas a España, el sistema de Derecho civil, que es el que rige en España, y el sistema del *Common Law* que rige en países como Reino Unido y, con matices en los Estados Unidos. No podemos olvidar que otras economías presentan regímenes que no se pueden equiparar a ninguno de estos dos sistemas, como podría ser el caso de los países asiáticos (para más información consultar KANDA, H., "Western versus Asian Laws on Corporate Governance: The Role of Enforcement in International Convergence", en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 723-734; ROE, M. J., "Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States", *Yale L. J.*, 102, 8, 1993, págs. 1927-2003). Sin embargo, debido a las sustanciales diferencias y el menor trasvase que se produce entre nuestro sistema y otros sistemas diferentes al *Common Law*, no hemos considerado conveniente adentrarnos en su estudio.

⁶⁹⁹ Estos accionistas de control pueden adoptar la forma de otra sociedad, especialmente entidades de crédito, accionistas individuales, familias o incluso un Estado. Respecto a este último, un Estado como accionista de control, es una figura típica en el ordenamiento Italiano, donde históricamente tanto las familias como el Estado son los principales accionistas de las sociedades cotizadas. Para conocer más sobre este hecho v. PARGENDLER, M., "State ownership and corporate governance", *Fordham L. Rev.*, 80, 2011, págs. 2917-2973, págs. 2948-2951.

estadounidenses tienen un porcentaje de *free float* más elevado y con un alto nivel de dispersión, sin que haya un accionista o grupo de accionistas que puedan ejercer el control sobre la sociedad.⁷⁰⁰ Aunque, recientemente, con algunas sociedades tecnológicas como

En España, podríamos citar a la SEPI que, si bien no suele ser el accionista mayoritario, si puede tener la consideración de accionista minoritario de control. Este es el caso de Red Eléctrica, donde la SEPI tiene una gran participación de un 20% y nombra a 3 de los consejeros; Indra, donde la SEPI tiene un 18,71% de participación, la mayor de su accionariado y dos consejeros nombrados por ella; y Enagas donde la SEPI tiene un 9% de participación pero aun así nombra a dos consejeros siendo el principal accionista.

Históricamente, en nuestro país el Estado se reservaba una “acción de oro” para mantener algún tipo de control. Estas acciones suponían una ruptura del principio de proporcionalidad al conferir derechos especiales que garantizan a los Gobiernos de ámbito nacional o local mantener el control sobre sociedades que hayan sido privatizadas. En la actualidad este instrumento ha sido eliminado y prohibido por la Comisión Europea y el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (STJCE de 4 de junio de 2002 y STJCE de 13 de mayo de 2003) por suponer una clara distorsión para la libre competencia. V. TAPIA HERMIDA, A., “Entre la proscripción...”, cit., págs. 42-43; SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L., “La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas”, *RDBB*, 97, 2005, págs. 97-136, págs. 114-115; HINOJOSA MARTINEZ, L. M., “La acción de oro en Derecho comunitario: activismo judicial versus intervencionismo estatal.”, *RGDE*, 2, 2003, págs. 1-35, pág. 11; y MORENO GONZÁLEZ, G., “El cierre de la constitución económica española: de la apertura de posibilidades al monismo de obligaciones”, *Ivs Fvgit*, 20, 2017, págs. 117-156, pág. 144.

⁷⁰⁰ ENRIQUES, L.; VOLPIN, P., “Corporate Governance...”, cit., pág. 137; LA PORTA, R. Y OTROS, “Corporate Ownership around...”, cit., pág. 472.

Una cuestión muy debatida es por qué en unos entornos se instala la concentración del capital y, en cambio, en otros existe dispersión. Sin ánimo de extendernos sobre esta cuestión, señalar que existen diversas teorías para tratar de explicar la existencia de estas diferencias en la estructura accionarial de los países anglosajones respecto de los países de Europa continental. Algunos autores señalan que se debe a los diferentes niveles de protección que ofrecen los diferentes sistemas a los accionistas (así cuanto mayor protección suelen existir menores concentraciones accionariales) tal y como expone LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A., “The Economic Consequences of Legal Origins”, *J. Econ. Lit.*, 46, 2, 2008, págs. 285-332, págs. 293-294. También se señala como una posible causa de estas diferencias en la estructura accionarial el desarrollo industrial que tuvieron estos países con concentración de capital durante el siglo XIX y principios del siglo XX.

Por otro lado, CARLIN, W.; MAYER, C., “Finance, investment, and growth”, *J. Fin. Econ.*, 69, 1, 2003, págs. 191-226, págs. 200-203) también estudian los motivos por los que se generaron estas diferencias entre los sistemas de *Common Law* y los de Europa continental. Así, en el caso de España, al igual que gran parte de la Unión Europea, las sociedades cotizadas tienen un carácter más tradicional, familiar y concentrado. Según estos autores, estas características estarían vinculadas a menores ratios de inversión en investigación y desarrollo y a escasos incrementos de valor en los procesos industriales durante casi un siglo, lo que, a su vez habría provocado un alto nivel de concentración accionarial. Mientras, en el Reino Unido y en los Estados Unidos se observan unos de los ratios más elevados en dichos aspectos.

Google o Facebook esta tesis queda en cierta manera desvirtuada, al reservarse los fundadores derechos que les otorgan un cierto control sobre la sociedad.⁷⁰¹

Como vemos, la estructura de la propiedad será un factor determinante a la hora de diseñar un buen sistema de gobierno corporativo. Así, entre otras cosas, la doctrina suele afirmar que aquellas sociedades que cuentan con accionistas titulares de una participación significativa en la sociedad tendrán un mejor sistema de control de los administradores, aunque sea en beneficio de los propios *blockholder*, así como unos menores costes de agencia entre los accionistas y los administradores.⁷⁰²

Sin embargo, la realidad es que las economías que tienen sociedades con estructuras accionariales de estas características también presentan problemas de agencia, aunque sean de otro nivel. No hay que olvidar que la existencia de accionistas de control también favorece la aparición de una segunda categoría de problemas de agencia, como ya hemos anticipado en este capítulo. En este contexto, los accionistas minoritarios (el capital disperso o *free float*) serán los que tendrían la consideración de “principales” mientras que los accionistas de control tendrían el papel de “agentes”. Es bastante probable que estos *blockholders* actúen en su propio beneficio y no en beneficio de la sociedad (del conjunto del resto de accionistas), de la misma forma que hacían los administradores, en

⁷⁰¹ En el caso de estas dos sociedades han utilizado sistemas con dos clases de acciones para conseguir este objetivo, reservándose mayores derechos de voto en uno de los tipos de acciones que únicamente tendrán los fundadores o los principales accionistas. V. GOSHEN, Z.; HAMDANI, A., “Corporate Control and Idiosyncratic Vision”, *Yale L. J.*, 125, 3, 2016, págs. 560-618, pág. 563; HANSMANN, H.; PARGENDLER, M., “The evolution of shareholder...”, cit., pág. 108; o ALLAIRE, Y., “The case for dual class of shares”, *IGOPP*, May, 2016, págs. 1-7, pág. 3.

Entre nosotros, SÁEZ LACAVE, M. I.; GUTIÉRREZ URTIAGA, M., “Los retos del gobierno...”, cit., pág. 33; y GANDÍA PÉREZ, E., “Acciones de voto plural y «loyalty shares». Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia”, *RDM*, 300, 2016, págs. 61-112, pág. 72.

⁷⁰² Esto sería debido a que estos accionistas con una mayor participación de control tendrán menores costes para realizar las tareas de control del órgano de administración. Es más, es probable que también tengan una relación más cercana extraorgánicamente con el consejo de administración, lo que les permitirá plantear mejoras de forma más ágil y directa. V. VIVES RUIZ, F., “Junta general y...”, cit., pág. 192.

su caso; generándose nuevos costes junto a mayores dificultades para evitar sufrir una expropiación de los derechos y beneficios de los accionistas minoritarios.⁷⁰³

En ambos supuestos nos encontramos ante la ineficiencia que se genera al tener un grupo disperso de accionistas que trata de supervisar eficazmente a un reducido grupo pero poderoso y bien organizado ya sean *blockholders* o administradores. Sin embargo, si en el caso de los sistemas anglosajones el problema de agencia era primario entre los accionistas y el órgano de administración, en el caso de los sistemas de accionariado concentrado el problema de agencia como acabamos de describir se encuentra localizado en otro punto de la organización empresarial, entre los accionistas de control y el resto del accionariado. Por lo que es más que probable que los remedios que se apliquen en el primer caso de poco van a servir en el segundo.⁷⁰⁴

Es cierto que esta diferencia en la composición de la estructura de capital de las sociedades cotizadas se ha ido matizando con el tiempo. Así, ad.ex., actualmente en los Estados Unidos la importante presencia de los inversores institucionales ha hecho que cada vez existan más *blockholders* en sus sociedades cotizadas, dejando atrás el modelo de sociedad que describieron BERLE y MEANS en 1932.⁷⁰⁵ De forma paralela, en países tradicionalmente con sistemas de accionistas de control como es España, cada vez tenemos una composición accionarial que se acerca más a un sistema anglosajón con mayor presencia de inversores extranjeros y de carácter institucional y menor concentración de participaciones. Es cierto que en algunos casos sigue habiendo cierta

⁷⁰³ En este supuesto los costes estarán asociados al ejercicio de control de los minoritarios sobre los accionistas mayoritarios o minoritarios de control, para que estos segundos no extraigan beneficios privados. V. SÁEZ LACAVE, M. I.; GUTIÉRREZ URTIAGA, M., “Los retos del gobierno...”, cit., pág. 37 y 38.

⁷⁰⁴ Medidas como facilitar el nombramiento de administradores por parte de los accionistas, ad.ex., en una estructura accionarial con presencia de *blockholders* no sería eficiente ya que no se estaría atajando el problema del abuso que pueden ejercer estos sobre el resto de los accionistas minoritarios.

⁷⁰⁵ Como hemos visto en el epígrafe anterior, con los años el volumen de participación de los inversores institucionales ha ido creciendo en los Estados Unidos, principalmente respecto de la participación de fondos de inversión y de fondos de pensiones. V. BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, *Financial Accounts of the United States (Z.1)*, 2018, consultado el 15 de septiembre de 2018 en <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20180607/html/1213.htm>, en concreto las estadísticas que figuran en la sección “L.213 Corporate and Foreign Bonds”, entre las que se encuentran la capitalización (incluyendo también los bonos, no solo las acciones emitidas) de, entre otras entidades, los inversores institucionales estadounidenses entre 2014 y los dos primeros trimestres de 2018.

concentración en uno o dos accionistas con un porcentaje de control considerable pero no tan elevado como anteriormente, apreciándose también mayores porcentajes de accionistas dispersos.⁷⁰⁶ Sin duda los esfuerzos de la Administración por fomentar otras formas de financiación más allá de la tradicional bancaria han permitido impulsar el mercado de capitales y abandonar en cierta medida la bancarización que tanto caracterizaba a nuestra economía.

Incluso en Alemania, donde había una presencia casi omnipresente de entidades de crédito, hoy se observa como las cotizadas tienen un accionariado cada vez más disperso.⁷⁰⁷ Actualmente se aprecia, con carácter general, una tendencia generalizada a una expansión de la inversión extranjera en todas las economías, destacando, en los últimos años la aparición de nuevos inversores institucionales como son los *hedge funds* y un incremento notable de participación de fondos soberanos en sociedades cotizadas.⁷⁰⁸ Es por ello por lo que podemos afirmar que en toda la Unión Europea (salvo en el Reino Unido, donde ya era en cierta medida así) se ha producido una reducción de la concentración del accionariado, mientras que, de forma paralela y prácticamente a la misma velocidad se ha producido un aumento en la concentración de la propiedad en los Estados Unidos y el Reino Unido.⁷⁰⁹ Si esto es así, parece lógico afirmar que la regulación

⁷⁰⁶ Puede consultarse en apoyo de esta afirmación los últimos datos provisionales sobre la composición del accionariado de nuestras sociedades cotizadas presentado en BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), *Financiación de las grandes cotizadas - Informe 2017*, cit.

⁷⁰⁷ Sobre el sistema de control alemán con la intervención de la banca, V. TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 13-19.

⁷⁰⁸ Además de los tradicionales inversores institucionales, donde encontramos los fondos de inversión, los fondos de pensiones, las entidades de crédito y las entidades aseguradoras; en los últimos años han ido apareciendo de forma notable en las estructuras accionariales de las sociedades cotizadas nuevos o “alternativos” inversores institucionales. Se trata de los *hedge funds*, los *private equity funds* (capital riesgo, si bien su presencia no es tan elevada), los fondos soberanos y los *exchange traded funds* (también conocidos como ETFs o fondos cotizados). V. ÇELIK, S.; ISAKSSON, M., “Institutional Investors as Owners”, *OECD Corporate Governance Working Paper*, nº 11, 2013, págs. 1-36, pág. 12.

⁷⁰⁹ THOMSEN, S., “The Convergence of Corporate...”, cit., pág. 43; VIVES RUIZ, F., “Los conflictos de intereses...”, cit., pág. 3.

en materia de sociedades cotizadas también debería presentar cierto acercamiento, ya que los problemas cada vez serán más similares.⁷¹⁰

En cualquier caso, aunque el principal aspecto diferenciador de ambos sistemas tiende a converger, existen multitud de diferencias que hacen que incluso países agrupados dentro del mismo sistema no obtengan los mismos resultados respecto del buen gobierno corporativo con las mismas técnicas.⁷¹¹ Es por ello por lo que se debe insistir en evitar la utilización de medidas estandarizadas y realizar un análisis pormenorizado antes de aplicar cualquier novedad en un país concreto.

5.5.- El movimiento de gobierno corporativo en España

A continuación se recogen algunas notas sobre el tratamiento de los inversores institucionales y la junta general, como escenario de actuación de los mismos, desde el prisma del gobierno corporativo.⁷¹² Podemos empezar afirmando que en las últimas décadas se ha producido una verdadera revolución en materia de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en nuestro país. Hemos pasado de una normativa más bien escasa, a una serie de códigos de buen gobierno y más recientemente a la recepción en el Derecho positivo de parte de las recomendaciones de gobierno corporativo.⁷¹³ Este movimiento normativizador no ha sido exclusivo de España, sino que también podemos

⁷¹⁰ Pero esta observación no quiere decir que nos vayan a servir los tradicionales remedios anglosajones. Lo que se tendrá que buscar son medidas que sirvan para estructuras accionariales intermedias, no las que se utilizaban en estructuras de accionariado totalmente disperso ni las que eran útiles para sistemas tradicionales de concentración accionarial.

⁷¹¹ Así, ad.ex. podemos encontrar diferentes niveles de concentración respecto de las entidades de crédito o respecto a la estructura de financiación de las sociedades cotizadas. V. GILSON, R. J., "From Corporate Law...", cit., págs. 10, 18-22.

⁷¹² Uno de los primeros trabajos y más extensos sobre la materia en España fue la obra colectiva coordinada por ESTEBAN VELASCO titulada "El gobierno de las sociedades cotizadas", y que él mismo introduce con el capítulo ya citado, ESTEBAN VELASCO, G., "Presentación: ¿Una nueva...", cit. A lo largo del presente capítulo hemos hecho referencia a algunos de los trabajos que se recogen en esta obra, ya que estos suponen el precedente directo y base para la mayoría de los avances relacionados con el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas españolas.

⁷¹³ SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., págs. 117-118.

encontrar ejemplos en Bélgica, Portugal, Italia e incluso en el Reino Unido y en los Estados Unidos, especialmente en materia de remuneración de los administradores.⁷¹⁴

Algunas de esas incorporaciones a nuestro Derecho han sido fruto de la adaptación de Directivas comunitarias, tal y como hemos indicado al principio de este capítulo, pero otras han sido promovidas directamente por nuestro legislador, estableciendo verdaderas novedades en nuestro régimen jurídico. En ambos casos, entre otros muchos objetivos, el legislador europeo como nacional buscaba dar un mayor contenido al funcionamiento de la junta general como contrapeso del consejo de administración.⁷¹⁵

El movimiento de gobierno corporativo en España,⁷¹⁶ no solo ha supuesto un replanteamiento de la estructura y funcionamiento de la gestión societaria, sino que impulsó una notable reformulación de la teoría general de las sociedades anónimas y, en particular, de las sociedades cotizadas.⁷¹⁷

⁷¹⁴ Se pueden consultar más detalles sobre estos procesos legislativos en la obra de FERRARINI, G. A.; UNGUREANU, M. C., “Executive Remuneration”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 334-362, págs. 347-349.

⁷¹⁵ PÉREZ MORIONES, A., “Gobierno corporativo...”, cit., págs. 199-200.

⁷¹⁶ Entre la multitud de referencias sobre este movimiento en nuestro país, pueden consultarse los siguientes trabajos clásicos de: ALONSO UREBA, A., “El gobierno de las grandes empresas...”, cit.; y FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “El debate actual sobre...”, cit., pág. *passim*. Más recientemente cabe hacer referencia a LEÓN SANZ, F. J., “El gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas”, *Diario la Ley*, 8.109, 2013, págs. 1-10; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Notas sobre la nueva fase del gobierno corporativo español”, en AA.VV., *Estudios sobre Derecho de Sociedades – Liber Amicorum Profesor Luis Fernández de la Gándara*, F. Rodríguez Artigas, G. Esteban Velasco, M. Sánchez Álvarez, (coord.), Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 157-178; TAPIA HERMIDA, A. J., “El gobierno corporativo de...”, cit., pág. 3.

⁷¹⁷ Hay que tener en cuenta que cuando hablamos de gobierno corporativo no nos referimos a todos los aspectos del Derecho de sociedades. En este ámbito es habitual que se traten materias como el ejercicio de los derechos por parte de los accionistas, la regulación de los derechos de la minoría, el régimen jurídico de los administradores y el estatuto de los consejeros, así como cuestiones relativas al objeto social y al régimen de funcionamiento y distribución de competencias entre la junta y el consejo de administración. V. ESTEBAN VELASCO, G., “Presentación: ¿Una nueva...”, cit., pág. 28.

En esta línea, de forma sintética, MATEU DE ROS, señala, textualmente que los pilares del buen gobierno de las sociedades cotizadas son: “*el equilibrio de poderes, la solución de los conflictos entre propiedad y gestión y entre accionistas mayoritarios y minoritarios, la presencia cualificada de consejeros no ejecutivos o externos en el órgano de administración, los procedimientos reglados de aprobación de nombramientos y de remuneraciones de los consejeros, la responsabilidad de los mismos, el cumplimiento*

5.5.1.- Dualidad de fuentes del gobierno corporativo

Tradicionalmente las normas de gobierno corporativo españolas únicamente tenían carácter de *soft law*.⁷¹⁸ Durante los años noventa se fue desarrollando una corriente en toda Europa que abogaba por una mayor regulación del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas y, fruto de este movimiento, surgieron dos sistemas de regulación radicalmente distintos. El primero tiene como base el Texto Único italiano de 1998 que trató de positivizar un código ético de buen gobierno de las sociedades cotizadas. Por otro lado encontramos los sistemas anglosajones que optaron por un modelo basado en recomendaciones de carácter voluntario entre los que cabe destacar el ya mencionado Informe Cadbury (1992). En España, como hemos visto se optó por esta segunda opción, unida al principio *comply or explain*.⁷¹⁹

Sin embargo, con el tiempo y, sobre todo, después de la crisis financiera, el legislador español percibió la necesidad de incorporar determinados aspectos que, se

normativo y la transparencia informativa y la garantía de los derechos de los accionistas” (MATEU DE ROS CEREZO, R., “Gobierno corporativo de...”, cit., págs. 4-5).

Por otro lado, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “El interés social...”, cit., págs. 1156-1157; señala como aspecto a tener en cuenta en relación a la revisión de los presupuestos ordenadores de las sociedades anónimas que estos procesos suelen estar vinculados al acaecimiento de crisis en los mercados y en las propias empresas.

⁷¹⁸ En este trabajo entendemos el *soft law*, y en particular las técnicas de autorregulación, como un conjunto de normas blandas (a diferencia del derecho positivo que serían normas duras o *hard law*). Son meras recomendaciones de seguimiento voluntario, tal y como señala ALONSO LEDESMA, C., “El papel de la Junta General en el Gobierno Corporativo de las sociedades de capital”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, G. Esteban Velasco (coord.), Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 615-706, pág. 658.

Las normas *soft law* de gobierno corporativo en España suelen recogerse en los códigos de buen gobierno, los cuales van un paso más allá gracias al reconocimiento del principio de *comply or explain* que fue reconocido por primera vez en España en por el art. 116.f) LMV, precepto que fue introducido por la Ley de Transparencia en 2003 (PALÁ LAGUNA, R., “Soft Law, Moral...”, cit., págs. 21-22). Nuestros códigos incluyen recomendaciones dirigidas a las sociedades cotizadas que éstas deberían cumplir o, en el caso de no hacerlo, están obligadas a explicar el porqué del incumplimiento en su informe anual de gobierno corporativo (MARTÍNEZ GARRIDO, S., “El Consejo de Administración - Consideraciones Generales”, cit., pág. 22).

⁷¹⁹ HERMOSILLA GIMENO, R., “Inversores institucionales...”, cit., pág. 144. En España se introdujo este principio de origen anglosajón a nivel normativo debido al fracaso en la asunción voluntaria de los códigos de buen gobierno corporativa. De esta forma las sociedades que no aplican las recomendaciones al menos deberían explicar por qué no lo hace (PALÁ LAGUNA, R., “Soft Law, Moral...”, cit., pág. 21).

entiende, de mínimos en la normativa societaria.⁷²⁰ De esta forma, todas las sociedades y, en particular las sociedades cotizadas, deberán cumplir unos principios mínimos de buen gobierno corporativo.⁷²¹

Este proceso de normativización del gobierno corporativo se inició en 2003 con la revisión de la TRLSA y la LMV para adaptarlas a la Ley de Transparencia de 2003 por la que se incorporó al texto legislativo algunas de las recomendaciones del Informe Aldama.⁷²² En este punto, en relación con el seguimiento de los códigos de buen gobierno por parte de las sociedades cotizadas, se incluyó la obligatoriedad de presentar anualmente el IAGC en virtud del art. 116 de la Ley de Transparencia. Unos años después, en la misma línea, también se aprobaría la Orden ECC/461/2013 de 20 de marzo, por la que se determina el contenido y la estructura del IAGC, del IARC y de otros instrumentos

⁷²⁰ BRUMMER, C., *Soft Law and the global financial system: rule making in the 21st century*, Cambridge University Press, Nueva York, 2012, págs. 19-20, 210-220. El autor señala las diferentes lagunas normativas que llevaron a la crisis financiera de 2008 a nivel internacional y la necesidad de incluir ciertas materias dentro del conjunto de normas imperativas.

Entre nosotros, v. APARICIO GONZÁLEZ, M. L., “El gobierno corporativo...”, cit., págs. 70-71; EMBID IRUJO, J. M., “El Derecho de Sociedades ante la Crisis”, cit. Ambos autores entienden que la mera utilización de sistemas basados en el principio de *comply or explain* son insuficientes para atajar conductas poco éticas del consejo de administración.

⁷²¹ La crisis económica, vinculada en cierta medida a una cierta falta de control de los consejos de administración y la asunción de estos de excesivos riesgos, provocó que se acelerará una transición hacia el Derecho positivo en determinadas materias. V. GARCÍA MANDALONIZ, M., “Inconcreción del deber de diligente administración, disposición del régimen de responsabilidad e inclusión de la regla de la discrecionalidad empresaria (Artículo 225 de la Ley de Sociedades de Capital)”, en AA.VV., *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, A. Martínez-Echevarría y García de Dueñas (dir.), Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2015, págs. 353-422, págs. 355-356.

⁷²² Esta regulación se produjo en el contexto de la crisis provocada por los caso Enron, WorldCom y Parmalat, entre otros. La desconfianza en la gestión financiera empresarial y en el trabajo que realizaban las auditorías provocó un incremento en la regulación de transparencia de las sociedades cotizadas, en especial en materia de retribución y gestión de riesgo, v. GARCÍA MANDALONIZ, M., “Inconcreción del deber de diligente...”, cit., pág. 358. Por supuesto, la obligatoria existencia de un comité de auditoría en el seno del consejo, así como la exigencia de ciertos conocimientos técnicos por parte de sus miembros, tal y como se recoge en el art. 529 *quaterdecies*, v. PORTELLANO DÍEZ, P., “La nueva composición de la comisión de auditoría y los conocimientos técnicos de sus miembros”, *RDMV*, 20, 2017, págs. 34-60.

También sobre la introducción de las recomendaciones en materia de transparencia, v. PALÁ LAGUNA, R., “Soft Law, Moral...”, cit., pág. 21. La autora señala asimismo un ejemplo previo de normativización (al menos relativa) al mencionar la aprobación de un Reglamento tipo del consejo de administración por parte de la CNMV en 1998.

de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores. En virtud de esta Orden y de sus posteriores reformas, se ha podido ir mejorando la información que deben publicar estas entidades para que sea homogénea y comparable.⁷²³

El siguiente proceso de normativización fue de mayor calado y se instrumentó a través de la reforma de la LSC por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.⁷²⁴ Uno de los principales objetivos de esta reforma era “*reforzar el papel de la junta general y abrir cauces para fomentar la participación accionarial*”.⁷²⁵ Para ello, entre otras medidas, se introdujeron nuevas competencias de la junta general y algunas otras se modificaron; se reformaron también ciertos aspectos relativos al ejercicio del derecho de información antes, durante y después de la celebración de la junta general, se reguló el régimen de adopción de acuerdos mediante la votación separada, así como el ejercicio del derecho de voto en supuestos de conflictos de interés, que paso a ser más detallado.⁷²⁶

⁷²³ Respecto al contenido y estructura del informe anual de gobierno corporativo, que se introdujo por primera vez en 2003, v. DÍAZ RUIZ, E., “El informe anual de...”, cit. En cuanto, al contenido y estructura del informe anual de remuneraciones, v. entre otros, PALÁ LAGUNA, R., “La comisión de nombramientos...”, cit., pág. 804 y ss.; y PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “La anomalía de la retribución...”, cit., pág. 126 y ss.

⁷²⁴ Sobre el anteproyecto de ley de esta reforma, v. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.; FERNÁNDEZ TORRES, I.; CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L.; FUENTES NAHARRO, M.; GOMÁ LANZÓN, I.; MEGÍAS LÓPEZ, J.; VILLANUEVA GARCÍA-POMAREDA, B.; TAPIA HERMIDA, A. J.; LUCAS MARTÍN, E. P., “El Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas elaborado por la Comisión de Expertos en Materia de Gobierno Corporativo”, *RDBB*, 133, 2014, págs. 179-232. En particular sobre su afección a los inversores institucionales, y con disculpas a la autocita, HERRERO MORANT, R., “Sobre la futura modificación de la ley de sociedades de capital y su incidencia en la actuación de los inversores institucionales en la junta general de accionistas de las sociedades cotizadas.”, en AA.VV., *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: Reformas pendientes y andantes*, C. Alonso Ledesma, (dir.), I. Fernández Torres, M.S. Navarro Lerida, R. Palá Laguna, (coords.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, págs. 961-984.

⁷²⁵ Tal y como se exponer en el cuarto punto de la Exposición de Motivos de la norma. Sin duda la reforma contenía también otras medidas relativas al órgano de administración, pero no son objeto de estudio de esta tesis, por lo que omitimos realizar una referencia más detallada de las mismas.

⁷²⁶ La literatura jurídica, a propósito de la reforma de la normativa societaria en 2014 es muy abundante. Centrándonos en aspectos concretos de la reforma que afectaron a la junta general y, en particular a sus competencia, podemos destacar ESTEBAN VELASCO, G., “Distribución de competencias...”, cit.; NAVARRO LÉRIDA, M. S., “Sobre la competencia de la junta, los activos esenciales y el derecho de grupos”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez*

Por tanto, en la actualidad, la regulación de gobierno corporativo tiene dos fuentes normativas, tanto de *soft law* como de *hard law*. Es por ello por lo que en nuestro estudio no solo se tendrá en cuenta el Derecho positivo societario, sino también las normas de autorregulación en materia de gobierno corporativo aplicables a sociedades cotizadas que emanan, ad.ex., de los códigos de buen gobierno.

Esta dualidad de fuentes es clave en materia de gobierno corporativo dónde se enfrentan dos principios básicos. Por un lado tenemos el principio de autonomía de la voluntad y de independencia en la gestión económica de las empresas (libertad de organización) y por otro lado no hay que olvidar la protección de los inversores y de la transparencia y correcto funcionamiento de los mercados.⁷²⁷ Es por ello por lo que el

Artigas, Gaudencio Esteban Velasco, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez, (coord.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 297-321.

Respecto al ejercicio del derecho de información, v. GALLEGO CÓRCOLES, A., “Regulación estatutaria de los derechos de información y de voto en una sociedad cotizada y cesión onerosa del derecho de voto a través del otorgamiento de poder de representación (STS de 12 de noviembre de 214)”, *RdS*, 44, 2015, págs. 353-385; MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M. T., “Los supuestos de exoneración del deber de información a los accionistas por los administradores (Art 197.3 LSC)”, *RdS*, 45, 2015, págs. 177-212; y VARGAS VASSEROT, C., “Las solicitudes de informaciones o aclaraciones o la formulación por escrito de preguntas con anterioridad a la celebración de la junta o verbalmente durante la misma (art. 520 LSC)”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 765-781.

Particularmente respecto a la votación separada por asuntos, entre otros, PEÑAS MOYANO, B., “La votación separada por asuntos: algunas cuestiones en relación al artículo 197 bis del TRLSC”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez, (coord.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 653-684; YANES YANES, P., “La votación separada...”, cit., pág. 53.

Sobre el ejercicio del derecho de voto en supuestos de conflicto de intereses, EMBID IRUJO, J. M., “Los supuestos de conflicto de interés con privación del derecho de voto del socio en la junta general (art. 190.1 y 2 LSC)”, *RdS*, 45, 2015, págs. 2-16; y de la impugnación de acuerdos PULGAR EZQUERRA, J., “Impugnación de acuerdos sociales: en particular abusos de mayoría”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 303-331.

De forma más transversal, sobre las modificaciones que afectan a la junta general, ZUBIRI DE SALINAS, M., “La junta general de las sociedades capitalistas tras la modificación de la LSC por la Ley 31-2014, de 3 de diciembre: convocatoria, celebración y adopción de acuerdos”, *ACM*, 4, 2015, págs. 29-50, págs. 35-48.

⁷²⁷ Sobre la libertad de organización frente al intervencionismo administrativo en materia de sociedades, v. MATEU DE ROS CEREZO, R., “Gobierno corporativo de...”, cit., págs. 4-6.

legislador deberá garantizar que las empresas tengan una organización interna que no cercene los derechos de los accionistas minoritarios frente a los intereses de los *insiders*, pero, al mismo tiempo, también debe garantizar que la sociedad cuenta con cierto margen de maniobra para poder organizarse de la forma que considere más eficiente y que genere mayores beneficios. Con el establecimiento de un sistema de fuentes dual el legislador puede estructurar este sistema de forma que ciertos aspectos primordiales queden cubiertos con normas *hard law* dejando, por otro lado, otros puntos de carácter menos esenciales como recomendaciones *soft law*.

Nuestra opinión es que ambos sistemas son necesarios, sin que uno sea mejor que el otro, lo que ocurre es que su utilización será mejor en según qué materias se pretendan abordar.⁷²⁸ La doctrina ha tratado en muchas ocasiones de justificar la conveniencia de utilizar la potestad legislativa para tratar las cuestiones de gobierno corporativo frente a las opciones de autorregulación,⁷²⁹ pero esta afirmación debe matizarse, ya que solo es así

⁷²⁸ Así lo exponía MATEU DE ROS en relación a las pretensiones de normativización de los códigos de buen gobierno. Es absurdo pretender que todas las recomendaciones incluidas en los diferentes códigos se conviertan en normas legales, solo tiene sentido para aquellas cuestiones que forman el núcleo esencial de las sociedades cotizadas. V. MATEU DE ROS CERESO, R., *El Código Unificado de Gobierno Corporativo. Estudio del Informe del Grupo especial de trabajo de las sociedades cotizadas aprobado por la CNMV el 22 de mayo de 2006*, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2007, pág. 18 y 34-36.

⁷²⁹ Entre otros, critica la reducida efectividad de los recursos de *soft law* que se plasman en códigos de buen gobierno SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., págs. 99-100. El autor pone como ejemplo a seguir la reforma legislativa que consiguió promover el movimiento de gobierno corporativo en Alemania, donde en 1998 se reformó la Ley de sociedades anónimas en relación al órgano de vigilancia. Señala también los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y el G20 en los que se alude a que estos principios pueden utilizarse también como modelo para llevar a cabo reformas legislativas en los diferentes estados, no únicamente para desarrollar normas de tipo *soft law*.

También en esta línea, consideraba ALONSO UREBA que los Códigos deberían haberse utilizado únicamente como base para futuros proyectos de Ley (ALONSO UREBA, A., “El gobierno de las grandes empresas...”, cit., págs. 101-106). En la misma obra, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA señalaba la pérdida de la oportunidad por parte del legislador para tratar las graves insuficiencias funcionales del régimen de las sociedades cotizadas, dejando a la voluntad de las sociedades que se adhirieran a las meras recomendaciones de los códigos de conducta. Teniendo como única medida coercitiva la *moral suasión* y el hecho de que estas conductas podrán ser conocidas y juzgadas por los mercados afectando a la reputación de las sociedades (FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “El debate actual sobre...”, cit., págs. 70-72).

En algunos casos incluso se propone la propagación de estas ideas al conjunto de las sociedades de capital, sin embargo, los costes que puede suponer la aplicación de algunos de los principios de buen gobierno corporativo a la totalidad de tipos de sociedades puede suponer un verdadero obstáculo para llevar a cabo esta propuesta. La extensión de estos principios se debe hacer de forma coherente y adaptada a las

para aquellas cuestiones cuya eficacia está claramente limitada si únicamente se utilizan medidas de autorregulación.⁷³⁰ En el caso particular de las sociedades cotizadas, debido a que las malas prácticas pueden tener una mayor afección en el mercado, las cuestiones que se regulan legislativamente tendrán mayor detalle y cubrirán mayor número de aspectos, especialmente en materias de gestión, control y supervisión de la administración de la sociedad.⁷³¹ Sin embargo, para el resto de cuestiones, y teniendo en cuenta el necesario margen de actuación y de flexibilidad para adaptarse a las novedades que se

necesidades de las PYMEs. V. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., “La defensa del interés social...”, cit., págs. 97-98. De no hacerse así el nivel de exigencia de los códigos de buen gobierno podría suponer un coste excesivo para ellas (DE LA ORDEN DE LA CRUZ, M. DEL C., “Estudios y debates...”, cit., págs. 2-3). Entre nosotros, también HIERRO ANIBARRO, S., “Gobierno corporativo sin mercado de valores”, en AA.VV., *Gobierno corporativo en sociedades no cotizadas*, S. Hierro Anibarro, (coord.), Marcial Pons, Madrid, 2014, págs. 17-37; y el resto de la obra que coordina este autor.

⁷³⁰ BRUMMER, C., *Soft Law and...*, cit., pág. 5. El autor critica la obcecación por parte de cierto sector de la doctrina en trasladar el mayor número de aspectos del gobierno corporativo hacia el *hard law*, menospreciando el amplio abanico de medidas que existen entre el derecho imperativo y las meras recomendaciones (sin contar siquiera con el principio de *comply or explain*). Si bien es cierto que la obra reseñada hace referencia especialmente al ámbito del derecho financiero, estas conclusiones se pueden extender a la globalidad de las materias que conforman el gobierno corporativo.

Asimismo, no hay que olvidar el carácter global que tienen los mercados de valores, lo que lleva a que en muchas ocasiones sea más fácil tratar de conseguir una cierta homogeneización vía organizaciones e instituciones internacionales y no vía regulación estatal. Estos entes, por definición, no suelen tener capacidad legislativa, por lo que los únicos mecanismos que podrán utilizar serán aquellos de carácter “blando”. Sin embargo, esto no va a suponer que las normas no sean aplicadas por las empresas, ya que los actores de estos mercados son conscientes de la necesidad de cumplir con unos mínimos para poder atraer inversores y por la seguridad del conjunto de la economía (BRUMMER, C., *Soft Law and...*, cit., págs. 18-19, 60-65).

Entre nosotros también se critica la publicación del Derecho de sociedades en algunas cuestiones y se pide su reprivatización, v. entre otros, MATEU DE ROS CERREZO, R., “Gobierno corporativo de...”, cit., págs. 10-13, 42-46. El autor critica el excesivo intervencionismo en este aspecto (especialmente después de la crisis financiera) llegando a niveles, en su opinión, abusivos, los cuales dejan prácticamente sin contenido el principio de autonomía de la voluntad en materia de sociedades. Sin duda, como en muchos otros momentos de la historia, después de una crisis y de su posterior proceso de regulación pormenorizada, surgen voces discordantes con el nivel alcanzado. Lo que vuelve a poner de relieve la necesidad de encontrar un punto medio en este tipo de cuestiones.

⁷³¹ Además de las reformas que se han realizado ya a nivel legislativo en materia de gobierno corporativo, con el tiempo seguirán produciéndose más trasvases hacia el *hard law* de aquellas cuestiones que se vayan considerando como núcleo duro del buen gobierno. V. GARCÍA MANDALONIZ, M., “Inconcreción del deber de diligente...”, cit., págs. 356-357.

generan continuamente en el mercado, sigue siendo conveniente la utilización de técnicas de *soft law*.⁷³²

A favor de esta flexibilidad también cabe indicar la dificultad que entraña tratar de armonizar el Derecho de sociedades europeo. Ante esa cuasi imposibilidad, parece más razonable presentar un marco con principios básicos comunes que permita que cada Estado miembro desarrolle de la forma que considere más adecuada a su ordenamiento jurídico el resto de cuestiones, ya sea por la vía del Derecho positivo o mediante técnicas típicas de *soft law*.⁷³³

5.5.2.- La regulación de las cuestiones relativas a la junta general de accionistas y el papel de los inversores institucionales en los códigos de buen gobierno corporativo

Como veníamos diciendo, inicialmente en España únicamente contábamos con los códigos de buen gobierno (también llamados por algunos autores códigos éticos) que estaban compuestos por un conjunto de reglas que, debido a que no son aprobadas por los poderes públicos, carecen de imperatividad.⁷³⁴

Los códigos de buen gobierno atienden a las relaciones internas de las sociedades, respecto de las cuales nos detendremos, dado el objeto de esta tesis, en los aspectos relacionados con la estructura de la propiedad y la junta de accionistas, medidas para su

⁷³² En esta línea se podría citar el Acuerdo Institucional del Parlamento Europeo, el Consejo y la Comisión “Legislar mejor” (EUROPEAN PARLIAMENT, COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION AND THE COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Interinstitutional agreement on better law-making*, de 31 de diciembre de 2003, consultado el 23 de septiembre de 2018 en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32003Q1231%2801%29>, actualmente derogado por el EUROPEAN PARLIAMENT, COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION AND THE EUROPEAN COMMISSION, *Interinstitutional agreement on better law-making*, de 13 de abril de 2016, consultado el 23 de septiembre de 2018 en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32003Q1231%2801%29>.

En el acuerdo de 2003, se señalaba que se debía analizar en cada supuesto que tipo de regulación era conveniente, así, se deberían utilizar técnicas de *soft law* (corregulación y autorregulación, pero también la utilización de normas no vinculantes como son las Recomendaciones de la Comisión Europea o de la CNMV) en aquellas materias que las que no es conveniente la utilización de normas imperativas (ad.ex. debido de la complejidad técnica). V. PALÁ LAGUNA, R., “Soft Law, Moral...”, cit., págs. 2-4.

⁷³³ DE LA ORDEN DE LA CRUZ, M. DEL C., “Estudios y debates...”, cit., págs. 3-5. A nivel internacional se podría esgrimir la misma justificación, haciendo necesaria también una cierta flexibilidad por la dificultad de encontrar una armonización de forma globalizada (SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Notas sobre la nueva...”, cit., págs. 162-165).

⁷³⁴ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “El debate actual sobre...”, cit., pág. 57.

reactivación, así como en el tratamiento que se debe dar a los inversores institucionales en ese ámbito.⁷³⁵ A continuación presentaremos brevemente cómo se han tratado estas dos cuestiones a lo largo del tiempo en los diferentes códigos de buen gobierno corporativo de nuestro país.

A) *El Informe Olivencia*

El Código Olivencia o Informe Olivencia⁷³⁶, publicado en 1998, fue el primer trabajo fruto del desarrollo del movimiento de gobierno corporativo en nuestro país. Su redacción fue impulsada por el Gobierno, si bien no directamente sino a través de una Comisión especial, la cual tuvo como referencia directa el Informe Cadbury (1992).⁷³⁷ Asimismo, suele vincularse su elaboración al proceso de privatización del sector público que se estaba produciendo en España,⁷³⁸ así como, en cierta medida, a la llegada de más inversores extranjeros, inversores que debido a su mayor preocupación por establecer mecanismos ordenadores de la administración de las sociedades hicieron que el gobierno corporativo se convirtiera en el tema central de debate en ese periodo. El interés en esta

⁷³⁵ Sin duda estas no son las únicas cuestiones que se abordan en los códigos de buen gobierno corporativo, donde de forma más detallada se tratan cuestiones relativas a las funciones y responsabilidades del consejo de administración, con una mención especial al tratamiento de las remuneraciones de sus consejeros, las comisiones que lo conforman o la función del presidente y del secretario del consejo. También será objeto de especial tratamiento lo referido al ejercicio del derecho de información y el principio de transparencia. V. DE LA ORDEN DE LA CRUZ, M. DEL C., “Estudios y debates...”, cit., págs. 1-2.

⁷³⁶ Denominamos Informe Olivencia a la segunda sección del Código Olivencia, documento que elaboró la Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades, el 26 de febrero de 1998. La tercera y última sección de dicho documento se corresponde con el verdadero Código Olivencia.

⁷³⁷ El Consejo de Ministros acordó el 26 de febrero de 1997 la constitución de una Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades. Estaba compuesta por once miembros y presidida por el Prof. OLIVENCIA RUIZ, quien era considerado un referente en materia de la administración de la sociedad anónima. V. SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., págs. 91-92.

⁷³⁸ En ese período se produjeron un gran número de procesos de privatización empresarial y venta de sociedades públicas. En esta coyuntura, el gobierno de José María Aznar vio en los códigos de buen gobierno la herramienta adecuada para regular el correcto funcionamiento de los órganos de administración de las sociedades cotizadas. De esta forma se les otorgaba de mayor credibilidad y transparencia a estas nuevas sociedades, de manera que estaban en mejor disposición para captar recursos financieros en los mercados nacionales e internacionales. Así lo describe el propio autor en OLIVENCIA RUIZ, M., “El gobierno corporativo...”, cit., págs. 51-53.

materia llevo a sobrepasar los límites del ámbito económico y jurídico para pasar a ser una cuestión de interés general y sobre la que se hacía eco incluso la prensa generalista.⁷³⁹

Durante los primeros años el grado de aceptación y aplicación del Código por parte de las sociedades cotizadas, a pesar de los esfuerzos de promoción adoptados por la CNMV, fue insuficiente.⁷⁴⁰ Esta tendencia, con el tiempo ha ido revirtiéndose, en parte debido a la obligatoriedad de presentar el IAGC, además del propio hecho de que las sociedades han interiorizado los beneficios de aplicar las recomendaciones propuestas.⁷⁴¹

En el Código Olivencia, y en especial en su Informe, encontramos las primeras referencias a la crisis de la junta general y a su falta de capacidad de control del órgano de administración. Se presenta una visión pesimista de la junta, recordando que el objetivo

⁷³⁹ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “El debate actual sobre...”, cit., pág. 58. Señala el autor que a pesar del apoyo mayoritario al nuevo Código, hubo algunas voces críticas, no por el hecho de haberse promulgado el Código Olivencia en sí, sino porque consideraban que no era suficiente y que la cuestión requería de reformas más profundas también en el ámbito del Derecho positivo. Entre ellos podemos señalar FERNÁNDEZ, M., “Enmarcar este informe dentro de la legislación española”, *APD*, 159, 1998, págs. 97-100.

⁷⁴⁰ SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., págs. 96-98. El autor señala, ad.ex., que en el año 2000, y haciendo referencia al ejercicio 1999, un año después de la publicación del Código Olivencia, únicamente 61 de las 159 sociedades cotizadas habían registrado el modelo de información sobre el cumplimiento del referido Código, siendo únicamente 49 de ellas las que seguían la totalidad de las recomendaciones. Cabe recordar que en esos momentos no existía la obligación de presentar el IAGC por parte de las sociedades cotizadas. Actualmente esta obligación se recoge en la LSC así, en virtud del art. 540 LSC, las sociedades anónimas cotizadas deben hacer público, con carácter anual un informe de gobierno corporativo y difundirlo como hecho relevante. Paralelamente, el TRLMV extiende esta obligación para el resto de emisores de valores cotizadas en su disposición adicional séptima.

⁷⁴¹ Así podemos señalar que en el Informe Anual de Gobierno Corporativo de 2016 (COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), *Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales - 2016*, consultado el 25 de abril de 2018 en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2016.pdf) se indica que el grado de seguimiento del CBG ha sido elevado, siguiéndose el 83,8% de las recomendaciones de forma total y un 91,3% si incluimos el seguimiento parcial. Además, cuatro sociedades (Banco de Sabadell, Bankia, Corporación Financiera Alba y Euskaltel) declaran seguir el 100% de las recomendaciones.

Los porcentajes de cumplimiento de las diferentes recomendaciones del CBG (agrupadas por categorías según el tipo de recomendación, ad.ex. si son generales, sobre la junta general, etc.) se sitúa entre el 91% de seguimiento de las recomendaciones en materia de remuneraciones y el mínimo del 76,5% que se encuentra respecto aspectos de RSC. Sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones del CBG consultar las págs. 86 y ss. y la tabla que figura en la pág. 172.

del nombramiento de la Comisión era el estudio del consejo de administración.⁷⁴² En primer lugar, se señalan las limitaciones estructurales de la junta general, motivadas por los ya mencionados problemas de apatía racional y dificultad para ejercer las acciones colectivas.⁷⁴³ En ese contexto, la junta se convierte en muchas ocasiones en una reunión rutinaria y protocolaria, un órgano que presenta verdaderas carencias para ejercer como mecanismo de control, poniendo en duda la efectividad de algunas medidas propuestas por la doctrina para la reactivación de este órgano.⁷⁴⁴ Dicho lo cual, considerando fútiles e ineficaces los posibles intentos por mejorar el funcionamiento de la junta general, el Informe se centró en impulsar la función del consejo como órgano de supervisión. De forma que, una de las principales medidas y donde más esfuerzo se puso fue en la incorporación de la figura del consejero independiente,⁷⁴⁵ junto a otras medidas para mejorar la eficacia de los consejos de administración.⁷⁴⁶

A pesar de que la mayoría de la doctrina en el momento de la aprobación del Código Olivencia, así como el propio Código, daban por “muerta” a la junta general, ALONSO LEDESMA,⁷⁴⁷ propuso durante ese periodo algunas medidas de reactivación frente a la consideración incluida en el Código. Hizo especial hincapié en medidas relacionadas con los derechos de los accionistas, como se incluían en el Informe Cadbury.⁷⁴⁸ Afirmaba que

⁷⁴² Para más información sobre el tratamiento de la junta general de accionistas en el Código Olivencia, v. SÁNCHEZ CALERO, F., “El Declinar de la Junta...”, cit., págs. 15-16.

⁷⁴³ Tal y como se describe en el apartado 9.1 del Informe Olivencia, pág. 51.

⁷⁴⁴ Parafraseando a ESTEBAN VELASCO, en el Informe Olivencia “se olvidaron de la junta general básicamente” (ESTEBAN VELASCO, G., “Presentación: ¿Una nueva...”, cit., pág. 48).

⁷⁴⁵ Sobre los consejeros independientes ya hemos hablado en el epígrafe 5.2 de este capítulo. Aun así cabe recordar que estos se definen como representantes del *free float*, frente a los consejeros dominicales que representarán a los accionistas significativos o de control.

⁷⁴⁶ Como, ad.ex. la Recomendación nº2 del Código Olivencia que sugería que el consejo estuviera formado por un número razonable de consejeros independientes o la nº4 que incide en que su dimensión esté ajustada para que sea más eficaz y participativo su funcionamiento (entre 5 y 15 miembros). Hay que señalar que hasta fechas recientes los consejos de administración solían tender a estar formados por un número desmesurado de consejeros, lo que hacía algo difícil la toma de decisiones.

⁷⁴⁷ ALONSO LEDESMA, C., “El papel de la Junta General...”, cit., págs. 618-619.

⁷⁴⁸ Entre otras cuestiones, ad.ex., lo regulado en relación a la transparencia en el mecanismo de delegación de votos, la comunicación de la sociedad con sus accionistas por cauces extraorgánicos y la estimulación de los accionistas institucionales.

el acceso a la información no debería utilizarse para tomar decisiones sobre invertir o dejar de invertir, sino también y, especialmente, para participar en la junta a través del ejercicio del derecho de voto. Para ello era necesario establecer medidas que hiciera más atractiva la participación en dicho órgano.⁷⁴⁹ En esta línea se irían estipulando con el tiempo dentro de nuestro ordenamiento medidas como el voto por correo, la regulación del acceso a la información por parte de los accionistas (en especial en relación a los puntos del orden del día de la convocatoria de la junta), la revisión del número de acciones mínimo para poder asistir a la junta, entre otros temas.

El Informe Olivencia también dedica un apartado a la cuestión de los inversores institucionales. Hay que recordar antes que nada que, en 1998, cuando se publicó este Informe, la mayoría de los autores parecía considerar a los inversores institucionales como la herramienta clave para impulsar el activismo accionarial.⁷⁵⁰ Sin embargo, en el Informe Olivencia se tilda a los inversores institucionales como accionistas que tienden a preferir la liquidez al control.⁷⁵¹ Tampoco hay que olvidar que, en ese momento, la

⁷⁴⁹ ALONSO LEDESMA, C., “El papel de la Junta General...”, cit., pág. 661.

⁷⁵⁰ En nuestra doctrina, algunas de las principales obras de la época son DE PAZ ARIAS, J. M., “Los inversores institucionales como...”, cit., págs. 879-889; TAPIA HERMIDA, A. J., “Institutional Investors and Corporate...”, cit., págs. 406-407, 419-422; TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 275-280. Poco tiempo después de la publicación del Código Olivencia también encontramos también los trabajos de GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 124-128, 205-224 y RONCERO SÁNCHEZ, A., “Los inversores institucionales...”, cit., págs. 673-678.

En todos estos trabajos se señala a los inversores institucionales como la clave para la reactivación de la junta general, especialmente al mitigar los efectos de la dispersión accionarial, encontrando únicamente las primeras críticas a los posibles efectos negativos de la presencia de estos inversores en el trabajo de GARRIDO GARCÍA.

⁷⁵¹ En relación a ello, el informe decía literalmente (pág. 54): “*Es sabido que los inversores institucionales, nacionales y extranjeros, no han manifestado tradicionalmente especial interés por tener una presencia activa en la vida de las compañías, ni a través de una representación en el Consejo ni de una política participativa en los debates y votaciones de la Junta General. Con frecuencia, optan por tener las manos libres para salir de la sociedad cuando lo estimen oportuno. En una palabra, prefieren la liquidez al control. [...] Está fuera de nuestro cometido orientar las políticas de los inversores institucionales recomendando una mayor implicación en el gobierno de la compañía, aunque desde luego pensamos que si adoptasen esas políticas activas deberían ser aceptadas de buen grado por parte de los Consejos de las sociedades cotizadas.*”

Sin embargo, no se pierde la esperanza de que en un futuro estos inversores abandonen esa posición pasiva y adoptaran una actitud más involucrada con la gestión de la sociedad, lo que redundaría en beneficio de los propios accionistas individuales. Se trata en definitiva de buscar, a través de la actuación propia de los

presencia de inversores institucionales en las sociedades cotizadas españolas no llegaba al volumen actual, ni tampoco tenían la vinculación que tienen ahora. En cierta medida, hasta que estos no han alcanzado mayores porcentajes de inversión y, por tanto, reduciendo la liquidez de las mismas, de manera que han de permanecer de forma más estable en el accionariado, no ha surgido en ellos un verdadero interés por participar en las políticas de gobierno corporativo.⁷⁵²

Es por ello por lo que evita nombrarlos el Informe Olivencia como aquellos inversores minoritarios que pueden tener mayor implicación en el gobierno societario.⁷⁵³ Sin embargo sí que se indica que se deberían mejorar los canales de comunicación (incluidos los extraorgánicos) con estos inversores siempre teniendo en cuenta el riesgo que esto puede suponer en el caso de información sensible. También se invitaba a los inversores institucionales, a raíz de este Informe, a ejercer de forma responsable sus derechos de voto.⁷⁵⁴

Asimismo se hace referencia a los inversores institucionales a la hora de incluir la necesidad de mejorar las reglas de buen gobierno y al hecho de que es posible que la revelación de las preferencias de inversión de los inversores institucionales podrían tener una cierta influencia en este aspecto.⁷⁵⁵

inversores institucionales, una reactivación de los órganos sociales y un mayor protagonismo de la junta general, lo que finalmente se denominó por la doctrina el “activismo accionarial”. V. DE PAZ ARIAS, J. M., “Los inversores institucionales como...”, cit., pág. 882; RONCERO SÁNCHEZ, A., “Los inversores institucionales...”, cit., págs. 683-684.

⁷⁵² HERMOSILLA GIMENO, R., “Inversores institucionales...”, cit., pág. 146. Aunque no hay que olvidar que el nivel de implicación y participación estará acotado por los propios límites de inversión y de diversificación según el tipo de inversor institucional de que se trate. Además, una mayor implicación no tiene por qué estar vinculada a una mayor exigencia de cumplimiento de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno que corresponda en cada momento, sino que es posible que impongan sus propias normas de conducta. Aspecto que se podría llegar a calificar con una toma de control (RONCERO SÁNCHEZ, A., “Los inversores institucionales...”, cit., pág. 685 y 689).

⁷⁵³ Con la redacción que presenta el Informe Olivencia y, en cierta medida cuando se pide que se trate de forma diferenciada a estos inversores, se crean de *facto*, por primera vez, dos clases diferenciadas de accionistas, los inversores institucionales y los accionistas individuales. V. DE URQUIJO Y DE LA PUENTE, J. L.; CRESPO DE LA MATA, A., *El consejo de administración...*, cit., pág. 556.

⁷⁵⁴ HERMOSILLA GIMENO, R., “Inversores institucionales...”, cit., pág. 145.

⁷⁵⁵ QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 43.

B) El Informe Aldama

El Informe Aldama,⁷⁵⁶ publicado en 2003, tenía como objetivo principal el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros y en las sociedades cotizadas. En este trabajo se profundizó especialmente en el estudio del principio de transparencia, como principal elemento regulador de los mercados financieros.⁷⁵⁷ Esto encontraría su justificación en el hecho de que el Informe se presentara poco tiempo después de la oleada de escándalos de contabilidad creativa y ausencia de controles, crisis que tuvo su principal exponente en el caso Enron del año 2001.

Entre las recomendaciones relativas a transparencia, se introdujo la sugerencia por la que se debería regular los deberes de transparencia informativa de forma imperativa y no dejar al arbitrio de los emisores su publicación.⁷⁵⁸ Y respecto a aquellas materias que no fueran incluidas como objeto de publicación obligatoria se debería explicar por qué no se hacía así por la cotizada. Recomendó del mismo modo que se fijara la obligatoriedad de publicar un IAGC y la implantación de la página web como medio de comunicación de la sociedad.⁷⁵⁹ Fue asimismo el documento en el que se basaron las reformas que se introdujeron posteriormente con la Ley de Transparencia de 2003.⁷⁶⁰

⁷⁵⁶ El Informe Aldama no contiene, a diferencia del trabajo anterior, un Código propiamente dicho. En cualquier caso, algunos autores utilizan la expresión “Código Aldama” para referirse a este documento de forma que unifican todos los códigos de buen gobierno corporativo bajo la denominación código.

Este Informe se emitió por la Comisión Especial para fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros y las sociedades cotizadas, el 8 de enero de 2003. Los trabajos fueron presididos por D. Enrique de Aldama, empresario del que toma el nombre este Informe.

⁷⁵⁷ HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., “La información societaria (I): El informe de fobierno corporativo (artículo 538 de la Ley de Sociedades de Capital)”, en AA.VV., *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, A. Martínez-Echevarría y García de Dueñas (dir.), Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2015, págs. 893-938, pág. 914.

⁷⁵⁸ RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Los llamados puntos del orden del día «de carácter meramente informativo» en la información general previa a la junta [art. 518.d) LSC]”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 679-703, págs. 681-683.

⁷⁵⁹ ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R., “Las páginas webs como instrumento de publicidad e información de las sociedades de capital”, *RDM*, 295, 2015, págs. 253-328, págs. 258-260.

⁷⁶⁰ VIVES RUIZ, F., “Junta general y...”, cit., pág. 192.

Al igual que el Código Olivencia se inspiraba en el Informe Cadbury, el Informe Aldama es heredero de los principios que surgieron a raíz del Informe Winter.⁷⁶¹ Y es que, poco tiempo después de los primeros códigos, se pudo demostrar que los instrumentos de control indirecto a través de medidas como el nombramiento de consejeros independientes no eran suficientes y se hacía necesario relanzar el papel de los accionistas.⁷⁶² El informe Winter indicaba, por tanto, que en un sistema de gobierno corporativo correctamente configurado, los accionistas deberían tener los medios para poder ejercer activamente su influencia sobre la sociedad. Los accionistas deben tener la capacidad para asegurar que los administradores siguen alineados a sus intereses, lo que indirectamente también hará que vigilen los intereses de la sociedad y de sus *stakeholders*.⁷⁶³ Fruto de este trabajo se aprobó con posterioridad la Directiva 2007/36, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas y que como hemos mencionado anteriormente ha sido modificada por Directiva 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017. Siguiendo este precedente, el Informe Aldama se centró en potenciar el “*papel de la junta general de accionistas como órgano de decisión y control básico para la vida de la sociedad y tutela de los intereses de los accionistas*”.⁷⁶⁴

⁷⁶¹ El denominado *Informe Winter* al que hemos hecho referencia previamente (HIGH-LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Winter Report - Report of the High Level Group of Company Law Experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*, 4 de noviembre de 2002, pág. 39, consultado el 28 de mayo de 2017 en http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf).

⁷⁶² Aunque se consideraba que se debía seguir fortaleciendo su papel frente al de otros tipos de consejeros (AZOFRA, F., “El Informe Winter sobre Modernización del Derecho Societario en Europa”, *AJUM*, 4, 2003, págs. 31-44, pág. 43).

⁷⁶³ Así, en el propio informe Winter se expone literalmente lo siguiente: “*In a proper system of corporate governance, shareholders should have effective means to actively exercise influence over the company. As we emphasized in our Consultive Document, shareholders are the residual claimholders (they only receive payment once all creditors have been satisfied) and they are entitled to reap the benefits if the company prospers and are the first to suffer if it does not. Shareholders need to be able to ensure that management pursues – and remains accountable to – their interests. Shareholders focus on wealth creation and are therefore, in the Group’s view, very suited to act as ‘watchdog’ not only on their own behalf, but also, in normal circumstances, on behalf of other stakeholders*” (pág. 47). V. también estas ideas de forma resumida, en la pág. 9 y posteriormente en las págs. 64 y ss. (epígrafe 4.2), donde además se hace hincapié en la utilización del sistema de remuneraciones para conseguir ese objetivo.

⁷⁶⁴ VIVES RUIZ, F., “Junta general y...”, cit., pág. 192 y la pág. 29 del Informe Aldama.

En referencia a este último aspecto, es decir, sobre la junta general de accionistas, el análisis desarrollado por este Informe fue más pormenorizado y esperanzador que el que presentaba el Informe Olivencia. Así se desarrolla específicamente la gestión de la información que deben recibir los accionistas en relación con la celebración de una junta general, así como su convocatoria, orden del día, propuesta de acuerdos, celebración y desarrollo, entre otros extremos. También se promueve el desarrollo de un reglamento propio para la junta general y otras medidas como el cómputo electrónico del quorum o la delegación y voto por correo o medios electrónicos.⁷⁶⁵

En cuanto a los inversores institucionales, su papel fue poco estudiado en este Informe. Aun así podemos señalar que, en relación a la celebración y el desarrollo de la junta general, se indica la recomendación de la implantación de medidas para facilitar la participación de los accionistas y, en especial, respecto de los inversores institucionales, en su papel como agrupación de inversores múltiples.⁷⁶⁶ Asimismo se recomienda que los inversores institucionales publiquen su política de voto.⁷⁶⁷ Actualmente esta recomendación ha sido introducida por la Directiva 2017/828, a expensas de su futura transposición en Derecho interno que afecte al conjunto de los inversores institucionales.⁷⁶⁸

⁷⁶⁵ Para más detalles sobre las propuestas de mejora que introduce el Informe Aldama para potenciar las funciones de la junta general, v. SÁNCHEZ CALERO, F., “El Declinar de la Junta...”, cit., págs. 16-18. En este trabajo el autor hace especial referencia a aquellas medidas que considera más interesantes para este propósito, en especial, la creación de una página web que contenga la información societaria como son el reglamento de la junta general, información sobre la convocatoria de juntas y sobre el ejercicio de los derechos políticos. También se preocupa por explicar la necesidad de fomentar la transparencia de las sociedades cotizadas, teniendo el deber de información como eje central para el fomento de la participación accionarial.

⁷⁶⁶ En el Informe Aldama (pág. 31) los inversores institucionales se definen como fondos de inversión, entidades financieras, o intermediarios financieros de cualquier otro tipo.

⁷⁶⁷ Teniendo en cuenta la recomendación del Informe Olivencia de dar un trato preferente a la gestión de la información y los canales de comunicación extraorgánicos, ello podría provocar abusos por parte de estos inversores. Para contrarrestar este hecho y además promover la participación del resto de accionistas al presentarse como guía o modelo, en el Informe Aldama se recogió la recomendación de definir y publicar su política de participación o no en las sociedades en las que invierten. V. DE URQUIJO Y DE LA PUENTE, J. L.; CRESPO DE LA MATA, A., *El consejo de administración...*, cit., pág. 556.

⁷⁶⁸ Así se señala que tanto los inversores institucionales como los gestores de activos deberán revelar públicamente su política de implicación con carácter anual. En esta información se incluye una descripción de su comportamiento de voto, especialmente de aquellas votaciones más importantes, así como la

Sin ánimo de desarrollar el resto del contenido del Informe Aldama, también podemos reseñar que efectuó importantes recomendaciones sobre otras materias como son los deberes de lealtad y de diligencia de los administradores, la composición y el régimen de remuneraciones de los consejeros, las comisiones internas y el reglamento del consejo de administración y de la junta general de accionistas.⁷⁶⁹

C) *El Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG)*

El CUBG, también conocido como Código Conthe,⁷⁷⁰ aprobado en 2006 y posteriormente actualizado en 2013, tenía como principal objetivo la armonización de las recomendaciones contenidas en el Informe Olivencia y Aldama así como la introducción de mejoras en pos de la modernización del Derecho de sociedades promovidas por la Comisión Europea.⁷⁷¹

EL CUBG centra especialmente su atención en regular el consejo de administración, pero sin olvidar realizar algunas recomendaciones sobre la junta general. Aun así, a diferencia del Informe Aldama, en el CUBG de 2006 las propuestas sobre la junta general fueron de menor calado. En este Código se vuelve a recoger un cierto escepticismo, incluso pesimismo, sobre el papel de este órgano.⁷⁷² Se incluyen propuestas relativas a la conveniencia de que los estatutos de las sociedades cotizadas no contengan una limitación al número máximo de votos que pueden emitir los accionistas o cualquier otra limitación que dificulte el control por parte de estos. También se recogen recomendaciones relativas a los grupos de sociedades cotizadas y la ventaja que supone

utilización o no de *proxy advisors* (art. 3 *octies* de la Directiva 2017/828). En la misma línea se les indica la obligatoriedad de publicar sus estrategias de inversión (art. 3 *nonies* de la misma norma).

No obstante, respecto a ciertos inversores institucionales, como son las IICs ya se prevé en nuestro Derecho esta obligación en el art. 46.1.d LIIC desarrollado posteriormente por el RIIC en su art. 81, tal y como hemos señalado con anterioridad.

⁷⁶⁹ HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., “La información societaria(I)...”, cit., pág. 914.

⁷⁷⁰ El CUBG forma parte del anexo I del Informe del Grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas, dirigido por el entonces Presidente de la CNMV, MANUEL CONTHE y que fue emitido el 19 de mayo de 2006. Con este Código se vuelve a la denominación que había introducido OLIVENCIA RUIZ de “codificación” y que se había perdido en el Informe Aldama (OLIVENCIA RUIZ, M., “El gobierno corporativo...”, cit., págs. 54-55).

⁷⁷¹ SÁNCHEZ CALERO, F., “El Declinar de la Junta...”, cit., pág. 18.

⁷⁷² VIVES RUIZ, F., “Junta general y...”, cit., pág. 193.

de establecer una delimitación clara entre las diversas áreas de actividad, así como el establecimiento de mecanismos para resolver posibles conflictos de intereses.⁷⁷³

En el segundo anexo del Informe del este grupo de trabajo se añaden algunas recomendaciones complementarias, algunas relativas al funcionamiento de la junta general. Podemos hacer especial mención a la sugerencia de la constitución de un foro electrónico de accionistas y al registro voluntario de agrupaciones de accionistas.⁷⁷⁴ Sorprende, en cierta medida encontrar una propuesta relativa al fomento de instituciones y asociaciones independientes que analicen y evalúen la calidad del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, papel que podrían desempeñar los *proxy advisors* pero que en la actualidad se ha comprobado que en muchos casos no prestan un verdadero asesoramiento independiente y de calidad. En conclusión, las recomendaciones sobre la junta general fueron relativamente escasas y de poco calado, por lo que ha quedado pendiente una verdadera reforma que permitiera aportar una proyección de futuro al mencionado órgano societario.⁷⁷⁵

Respecto de los inversores institucionales, también en el segundo anexo, se recomienda que estos ejerciten de forma activa los derechos políticos respecto de las acciones de las sociedades cotizadas que figuren en su cartera, informando a sus clientes respecto de su política de voto.⁷⁷⁶ También se realizan ciertas sugerencias relativas a su participación en el funcionamiento de la junta general, en especial sobre su convocatoria, la votación separada de asuntos, señaladamente en el caso de nombramiento de administradores y sobre el seguimiento de las instrucciones del representado en los casos de representación de los accionistas.⁷⁷⁷ Asimismo, respecto de los intermediarios y

⁷⁷³ SÁNCHEZ CALERO, F., “El Declinar de la Junta...”, cit., pág. 19.

⁷⁷⁴ Sobre las propuestas de regulación de los conflictos de interés y ciertos aspectos del ejercicio del derecho de voto, con referencia especial al foro electrónico, v. HERNÁNDEZ SAINZ, E., “Las Asociaciones y los Foros de Accionistas como instrumentos para la reagrupación y organización del accionariado disperso”, en AA.VV., *La modernización del Derecho de sociedades de capital en España*, C. Alonso Ledesma, A. Alonso Ureba, G. Esteban Velasco, (dirs.), vol. 1, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 363-411; VIVES RUIZ, F., “Los conflictos de intereses...”, cit., págs. 40-43.

⁷⁷⁵ SÁNCHEZ CALERO, F., “El Declinar de la Junta...”, cit., pág. 20.

⁷⁷⁶ MATEU DE ROS CEREZO, R., “Introducción: Accionistas Institucionales...”, cit., pág. 12.

⁷⁷⁷ QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 44.

depositarios de valores que actúen en representación de sus clientes ejerciendo su voto se recomienda que estos deben informarles diligentemente así como seguir las instrucciones de voto que reciban.⁷⁷⁸

A diferencia de los códigos anteriores, en el CUBG se apunta hacia posibles reformas normativas, en especial en materia de junta general.⁷⁷⁹ Así, algunas de las recomendaciones de este Código pasaron a normativizarse en la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles y en la propia LSC aprobada en 2010. Poco tiempo después, la LSC también se vio modificada a raíz de la transposición de la Directiva 2007/36, regulando otras cuestiones que hasta ese momento habían formado parte del contenido del CUBG.⁷⁸⁰

Esta progresiva positivación del contenido del CUBG hizo que su contenido fuera mermando, lo que provocó su actualización en 2013. En esta actualización se puso más énfasis si cabe en materia de transparencia, así como en algunas cuestiones más, teniendo en mente la necesaria redacción en un futuro próximo de un código nuevo.⁷⁸¹ Poco tiempo

⁷⁷⁸ En este punto se trata de evitar los problemas que surgen cuando el ejercicio de los derechos de voto se realiza por alguien distinto al titular último (*beneficial owner*). Problemas como los conflictos de intereses o el *empty voting*, entre otros abusos. Para ello, la Recomendación nº 6 del CUBG, en especial para el caso del llamado voto transfronterizo, sugiere establecer mecanismos que permitan que el sentido del voto sea determinado por el inversor final, ya que habitualmente, debido a las cadenas de intermediarios financieros que intervienen en estos casos suele ser el titular fiduciario (*nominee*) el que acaba ejerciendo este derecho. V. RONCERO SÁNCHEZ, A., “La actuación de las entidades depositarias de acciones en relación con el funcionamiento y transparencia de los mecanismos de representación del accionista en las juntas generales de accionistas. La identificación de los accionistas y la protección de sus”, en AA.VV., *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas (Cuadernos de Derecho para Ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) R. Mateu de Ros (coord.), vol. 9, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2011, págs. 105-142, pág. 113.

⁷⁷⁹ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.; FERNÁNDEZ TORRES, I.; FUENTES NAHARRO, M., “La junta general en las sociedades cotizadas: Algunas referencias empíricas sobre sus aspectos principales”, *RDBB*, 104, 2006, págs. 171-224, págs. 9-10.

⁷⁸⁰ Así, ad.ex. en el art. 518 LSC se recogió la obligatoriedad de publicar información relativa a la celebración de la junta general en la página web, incluyendo, entre otros, los textos completos de las propuestas de acuerdos (v. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Los llamados puntos...”, cit., págs. 685-686).

⁷⁸¹ Para más información sobre este proceso de actualización del CUBG puede consultarse, entre otros, GARCÍA MANDALONIZ, M., “Inconcreción del deber de diligente...”, cit., pág. 360.

después, el CUBG volvió a perder parte de su contenido que pasó a formar parte de la LSC a través de la reforma planteada por la Ley 31/2014.⁷⁸²

D) El Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (CBG)

El CBG es el código de buen gobierno aplicable actualmente.⁷⁸³ Se aprobó en 2015 con el objetivo de dotar a las sociedades cotizadas españolas de una medida adecuada para enfrentarse al entorno competitivo mundial. Por primera vez se redactó teniendo en cuenta qué cuestiones deben tener un enfoque normativo y cuáles de recomendación.⁷⁸⁴ Contiene 25 principios y 64 recomendaciones ordenados en tres categorías: aspectos generales, junta general de accionistas y consejo de administración.⁷⁸⁵

Entre las materias más novedosas que han sido objeto de tratamiento en este nuevo Código, destaca la recepción del concepto de Responsabilidad Social Corporativa (RSC)⁷⁸⁶ y las nuevas cuestiones sobre remuneración de los administradores.⁷⁸⁷ También es reseñable, si bien no por su contenido novedoso pero sí por la nueva forma de tratar

⁷⁸² Sobre la reforma de 2014 en materia de gobierno corporativo v. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Notas sobre la nueva...”, cit., págs. 168-170. La aprobación de esta reforma hizo, si cabe, más necesario plantear un nuevo Código que vería la luz en 2015. Inicialmente el nuevo código tenía que aprobarse pocos meses después de la actualización del CUBG. Sin embargo, finalmente se optó por retrasarlo hasta 2015 para que empezara aplicarse tras la reforma de la LSC por la Ley 31/2014.

⁷⁸³ El CBG fue publicado el 24 de febrero de 2015 y sustituye al Código Conthe o CUBG de 2006 actualizado en junio de 2013. Respecto a su predecesor, introdujo 23 nuevas recomendaciones y eliminó aquellas que habían sido incorporadas a normas legales así como las definiciones que el antiguo Código incluía acerca de las distintas categorías de consejeros, que como ya hemos anticipado, se encuentran ahora incorporadas en la LSC en su artículo 529 *duodecies*.

⁷⁸⁴ DE LA ORDEN DE LA CRUZ, M. DEL C., “Estudios y debates...”, cit., págs. 2-3. Además, introduce una novedad que va un paso más allá del principio *comply or explain* al contener también la “Guía de buenas explicaciones”. En palabras del propio Código, esta guía servirá “*para el buen funcionamiento de este sistema, es importante que las explicaciones facilitadas por las sociedades en relación con las recomendaciones que no sigan sean adecuadas*”.

⁷⁸⁵ Únicamente seis de las 64 recomendaciones que señalábamos son en materia de junta general de accionistas, mientras que 53 (un 83%) son sobre el consejo de administración, lo que da una idea del peso que se vuelve a dar al consejo de administración. Sin duda, cuestiones como las remuneraciones y blindajes de los administradores se han convertido en capítulos destacados tras la crisis financiera.

⁷⁸⁶ Esta materia está recogida a través de dos recomendaciones (la 54 y la 55). Se trata de la primera vez, en lo que respecta a los códigos de buen gobierno publicados en España, que se incluye en algún tipo de recomendaciones sobre RSC. V. APARICIO GONZÁLEZ, M. L., “La RSC: nuevo elemento...”, cit., págs. 130-132.

⁷⁸⁷ PALÁ LAGUNA, R., “La comisión de nombramientos...”, cit., págs. 812-814.

estas cuestiones, las relativas a la diversidad de género y la presencia de consejeros independientes en los consejos de administración.

Respecto a la junta general de accionistas, pocas son las novedades que encontramos. Se trata de la cuestión de la transparencia informativa y el voto informado, el establecimiento de medidas que permitan mejorar la asistencia y participación de los accionistas en igualdad de condiciones y una pequeña mención a la transparencia en las primas de asistencia a la junta general de accionistas.⁷⁸⁸ Por otro lado, aunque no esté regulado en la sección propia sobre la junta general, cabe mencionar que la primera recomendación hace referencia a la eliminación de blindajes de voto.

En cuanto a los inversores institucionales, en el CBG se plantea la conveniencia de las reuniones y contactos con estos inversores así como con el resto de accionistas y los asesores de voto (*proxy advisors*). Así, entre los principios relativos a “aspectos generales” se recoge la recomendación de que las sociedades cotizadas cuenten con una política pública de comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales

⁷⁸⁸ Sobre este conjunto de recomendaciones y, en particular, sobre la Recomendación nº 10 relativa, junto a la nº9 a la asistencia y participación en la junta general de accionistas, v. MARTÍNEZ ROSADO, J., “El derecho a presentar propuestas de acuerdos en la junta general convocada”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez, (coord.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 609-629, pág. 619,625-629.

Nos parece especialmente interesante el régimen que se plantea para el ejercicio del derecho a presentar nuevas propuestas de acuerdo, aportando un nuevo margen de maniobra para los accionistas (v. EMPARANZA SOBEJANO, A., “El régimen de las propuestas de acuerdo presentados por los accionistas sobre asuntos ya incluidos o que deban incluirse en el orden del día [arts. 519.3º y 518.D) LSC]”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 717-743, págs. 728-729).

En la misma línea, también cabe destacar el hecho de que se recomiende la publicación de los modelos de tarjeta de asistencia o los formularios de delegación de voto o voto a distancia. Recogerse esta cuestión en el ordenamiento así como incluir una cierta homogeneización, creemos que facilitaría el ejercicio del derecho de voto, especialmente en casos de voto transfronterizo y recolección de instrucciones de voto (tanto esta como la cuestión anterior se recogen en la Recomendación nº 10 del CBG).

Sobre esta materia, supondrá un gran avance en pos de la homogeneización en esta materia que el RE 2018/1212 haya incorporado, en su cuadro 3 del anexo un modelo de comunicación que deben seguir los intermediarios a la hora de transmitir la notificación de la convocatoria de juntas generales, tal y como se recoge en su art. 4.

y asesores de voto. No constituye una verdadera novedad por cuanto que el propio CBG señala que en el Código Olivencia al tratar las cuestiones relativas a la información transparente ya se prestaba una especial atención a aquellos accionistas e inversores institucionales que no estaban representados en el consejo de administración y cómo se podían establecer comunicaciones con ellos. Todo esto sin olvidar que estos nuevos canales de comunicación se deben establecer sin olvidar el principio imperativo de igualdad entre los accionistas y mediante la inclusión de mecanismos que controlen el posible abuso de mercado por parte de este tipo de inversores.⁷⁸⁹

Por otro lado, el CBG también se toma en consideración a los inversores institucionales a la hora de regular el ejercicio de la facultad delegada de emisión de acciones o valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente, en concreto, por el hecho de que estos accionistas se verán especialmente perjudicados por estas medidas con efectos dilutivos.⁷⁹⁰

⁷⁸⁹ Dicho Principio nº 4 y su correspondiente Recomendación nº 4 se encuentran recogidos en las págs. 19 y 20 del CBG. Sobre su interpretación y otros aspectos relacionados, v. BOQUERA MATARREDONA, J., “Las entidades asesoras...”, cit., págs. 462-464.

⁷⁹⁰ DE CARLOS BERTRÁN, L., “La sociedad cotizada”, cit., pág. 40.

CAPÍTULO III - EL ACTIVISMO ACCIONARIAL DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

1.- Introducción

Cuando hablamos de activismo accionarial lo primero que nos viene a la memoria son potentes inversores individuales como son Carl Icahn, Bill Ackham,⁷⁹¹ como lo fue en su momento, Lewis D. Gilbert⁷⁹² o inversores institucionales como CalPERS o Atticus Capital, e incluso, más recientemente, BlackRock.⁷⁹³ Todos ellos, en especial los de origen

⁷⁹¹ Sobre estos dos inversores y su particular activismo a través de los *hedge funds* que dirigen, hablaron LEE, R.; SCHLOETZER, J. D., “The Activism of Carl Icahn and Bill Ackman”, *Director Notes of the Conference Board*, May, 2014, págs. 1-5, consultado el 15 de septiembre de 2018 en <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/04/02/disclosing-corporate-lobbying/>. Los autores de este trabajo destacan el papel que juegan estos directores en el desarrollo de las tácticas de activismo que llevan a cabo sus *hedge funds*, por la que se aprovechan los fallos que llevan a cabo los consejos de administración de ciertas sociedades para entrar en las mismas introduciendo mejoras estratégicas. Asimismo, los autores hacen referencia a la existencia de diversas investigaciones con el objetivo analizar si este tipo de activistas generan valor en sus sociedades *target* (las sociedades en las que invierten).

⁷⁹² Lewis D. Gilbert era un pequeño inversor “profesional” activista presente en el mercado estadounidense desde los años 40 hasta principios de la década de los 90. Destacó por tener habitualmente en su cartera de inversión pequeñas participaciones en una amplia variedad de sociedades. A pesar de su reducido porcentaje de participación siempre tuvo el coraje y la energía para representar los intereses de los accionistas minoritarios en las juntas generales de las sociedades anónimas. Era habitual encontrarlo en estas reuniones en las que solía plantear preguntas básicas sobre sueldos y salarios, bonificaciones y conductas corporativas que los administradores trataban de ocultar a la junta. Gracias a su insistencia e impulso se pueden citar muchos ejemplos en los que la conducta de los administradores mejoró considerablemente. Para conocer más sobre esta figura clásica estadounidense puede consultarse su propia obra autobiográfica a la que ya habíamos hecho referencia anteriormente, GILBERT, L. D., *Dividends and democracy*, cit.

⁷⁹³ Destaca el papel que juega BlackRock cuando su director general Larry Fink desde 2014, envía una carta anual a sus sociedades participadas. Como veremos en este capítulo, el activismo accionarial no solo consiste en asistir a la junta general de accionistas y votar, existen multitud de otras formas de activismo que pueden llevar a cabo los accionistas y no siempre tienen por qué tener un carácter orgánico. En este caso, cartas como las que Larry Fink lleva enviando desde hace cinco años, pueden también considerarse activismo accionarial. No hay que olvidar que BlackRock es uno de los mayores gestores de fondos del mundo (con un volumen de activos gestionados que se sitúa por encima de los 6 billones de euros) y uno de los principales accionistas en la mayoría de los mercados capaz de provocar cambios en la dirección de las empresas con esas simples cartas. Sobre su capitalización v. la noticia publicada en el periódico LA VANGUARDIA el 6 de mayo de 2018 (en la siguiente página web: <https://www.lavanguardia.com/economia/20180506/443279727124/blackrock-investigacion-primera-gestora-fondos.html>).

El contenido de sus cartas suele centrarse en estimular las estrategias a largo plazo por parte de las sociedades en las que invierte. En ellas se afirma, ad.ex., que considera más adecuado que las empresas hagan más inversiones y repartan menos dividendos, centrándose en obtener resultados constantes y con

institucional, son ejemplos de superación del tradicional absentismo que caracterizaba a los accionistas frente a los abusos o dejadez de los administradores. Si bien es cierto que no todos los inversores institucionales son activistas, algunos de ellos lo son o lo han sido con creces, lo cual ha generado a su paso una profunda transformación en la estructura del mercado de valores.⁷⁹⁴

En este capítulo vamos a exponer qué se entiende por activismo accionarial, qué papel tienen los inversores institucionales y qué métodos suelen utilizar, ya sea el ejercicio de sus derechos políticos, la impugnación de un acuerdo, una campaña en prensa contra la dirección de la sociedad o el establecimiento de un canal de comunicación con el consejo, entre otras muchas actuaciones. A lo largo de la exposición trataremos, asimismo, de ir realizando un análisis sobre si verdaderamente los efectos de este movimiento de reactivación de la masa accionarial son positivos para las sociedades y la economía en su conjunto o si, por el contrario, estamos ante un nuevo tipo de accionistas de control y su activismo no es más que una buena muestra de ello.

viabilidad en el futuro (v. respecto a esto su carta de 2015, cuyo contenido resumido puede consultarse en la noticia publicada el 15 de abril de 2015 por el periódico EXPANSIÓN: <http://www.expansion.com/mercados/2015/04/15/552e24fbca4741a5698b4571.html>).

Más recientemente, en su carta de 2018 (consultable en <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-chairmans-letter>), Larry Fink se centra en la conveniencia de que las empresas tengan un papel más social (ad.ex. con un aumento de los salarios). Sobre la carta de 2018 puede consultarse la noticia del periódico EL PAÍS de 16 de enero de 2018: https://elpais.com/economia/2018/01/15/actualidad/1516030271_770595.html).

De forma similar actúa Warren Buffet en sus cartas anuales a los accionistas de Berkshire Hathaway sobre el sistema financiero en general. En estas cartas además de señalar los principales movimientos del mercado y cuáles son los valores que recomienda, el autor presenta algunas recomendaciones más teóricas sobre el proceso de inversión en sí mismo e incluso sobre gobierno corporativo. Destaca que bajo su opinión la rentabilidad también se debería medir a largo plazo: “*Five years is more meaningful than one year, there is no question about that*”, contra la opinión general de presentar únicamente los resultados de los fondos de inversión y los gestores de carteras a corto plazo, en muchos casos trimestralmente. En su opinión se debería evaluar a los gestores también en términos de largo plazo, de forma que estos no tuvieran tantos incentivos para centrarse en obtener rentabilidades a corto. Sobre la forma de invertir de Warren Buffet a largo plazo, v. ROSE, P.; SHAREFMAN, B., “Shareholder Activism as...”, cit., pág. 130.

⁷⁹⁴ Sobre esta cuestión, no hay que olvidar lo expuesto en el epígrafe 5.4, del capítulo anterior, donde señalamos que incluso en los Estados Unidos cada vez es más habitual que las sociedades cotizadas presenten concentración de capital. Pero no solo ha cambiado la estructura accionarial, sino que también se han producido numerosas reformas legales en relación a esta reactivación de los accionistas.

2.- Concepto de activismo accionarial

En términos generales, el activismo accionarial simplemente hace referencia al hecho de encontrarnos ante un accionista activo que no solo considera su inversión en términos puramente financieros, sino también en términos estratégicos.⁷⁹⁵ Obviamente, el mecanismo más habitual a través del cual los accionistas pueden expresar sus demandas es el ejercicio del derecho de voto asociado a la titularidad de sus acciones.⁷⁹⁶ Sin embargo, esto no siempre es así debido a que una gran parte de los accionistas son accionistas minoritarios con incentivos muy débiles para ejercer sus derechos de voto, produciéndose la famosa apatía racional de los accionistas dispersos.⁷⁹⁷ Por el contrario, cuando hablamos de accionistas activistas, nos referimos a aquellos que, por diversos motivos, consiguen superar esta tradicional pasividad y ejercen de forma activa las tareas de supervisión de los administradores y directivos de la cotizada.

El activismo puede revestir muy variadas formas y no consistirá únicamente en el ejercicio del derecho de voto. En cualquier caso, es importante tener en cuenta que cada accionista seguirá su propio estilo de negociación y método para interactuar con los consejos de administración, teniendo en cuenta los sistemas normativos en los que se encuentre.⁷⁹⁸ Sin duda, esta diversidad otorgará un cierto grado de complejidad al significado del concepto de activismo accionarial.⁷⁹⁹

Los accionistas activistas se asocian, en gran medida, con una contribución positiva al negocio de la empresa, ya que invierten tiempo y recursos para tomar decisiones

⁷⁹⁵ RINGE, W.-G., “Shareholder Activism: A Renaissance”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 387-424, págs. 388-389.

⁷⁹⁶ La titularidad de unas acciones en una sociedad cotizada otorga al socio una serie de derechos y responsabilidades de acuerdo con la legislación societaria de cada Estado. Sin embargo, la forma en que estos derechos se ejercen junto con las posibles estrategias de inversión de maximización de las ganancias es lo que verdaderamente define el activismo accionarial.

⁷⁹⁷ Entre nosotros, sobre uno de los principales problemas del voto de los pequeños accionistas, la apatía racional y su análisis económico, v. TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 48-52. En el caso de estos accionistas, *rectius* accionistas inversores, ejercer el derecho de voto les supone un mayor coste que no ejercerlo, por lo que si son racionales preferirán desinvertir o no hacer nada antes que tomar decisiones informadas. V. también BLACK, B. S., “Shareholder Passivity Reexamined”, cit., págs. 524-525.

⁷⁹⁸ GILLAN, S. L.; STARKS, L. T., “The evolution of shareholder...”, cit., págs. 524-525.

⁷⁹⁹ RINGE, W.-G., “Shareholder Activism: A Renaissance”, cit., pág. 389.

informadas y participar en la estrategia corporativa.⁸⁰⁰ Pueden actuar como intermediarios entre el consejo de administración y el resto de los accionistas, controlando activamente el correcto desarrollo del objeto social y planteando incluso posibles estrategias de negocios. De esta forma, los activistas podrían ayudar a que el resto de los inversores institucionales ejerzan sus derechos de voto e incluso estimular su ejercicio se realice en beneficio de todos los accionistas.⁸⁰¹

Sin embargo, no hay que olvidar que algunos tipos de inversores institucionales solo estarán interesados en obtener rentabilidad a corto plazo, sin implicarse en la sociedad. Esta forma de proceder puede suponer tanto un riesgo para la viabilidad de la empresa, al estar infravalorando su proyección a largo plazo, como para la economía en su conjunto. Por ello se insiste, tanto desde la doctrina como desde la legislación, en tratar que la mayor parte de los inversores mantengan una proyección a más largo plazo en sus inversiones, lo que ayudará a las sociedades a tener mayor estabilidad, pudiendo desarrollar proyectos de negocio más complejos e invertir mayores recursos respecto a la investigación y el desarrollo.⁸⁰²

Para poder entender mejor en qué consiste el activismo accionarial y el papel que han jugado en el mismo los inversores institucionales será necesario hacer un pequeño repaso a su evolución histórica, tal y como realizamos a continuación.

⁸⁰⁰ Aunque en la mayoría de los casos la realización de las posibles acciones dependerá del apoyo de los inversores institucionales de mayor tamaño. V. GILSON, R. J.; GORDON, J. N., “The Agency Costs of Agency...”, cit., págs. 867, 889.

⁸⁰¹ RINGE, W.-G., “Shareholder Activism: A Renaissance”, cit., págs. 390-391.

⁸⁰² Para que los fondos que reciben las sociedades puedan transformarse en inversiones reales como puede ser una nueva línea de producto, abrirse a un nuevo mercado o construir nuevas infraestructuras, es necesario que parte de sus inversores sean estables, v. MUÑOZ PÉREZ, A. F., “La Unión Europea...”, cit., pág. 9.

3.- Análisis histórico del activismo accionarial, con especial referencia al papel de los inversores institucionales

3.1.- El activismo accionarial previo a la aparición de los inversores institucionales

La mayoría de los trabajos de activismo accionarial se centran en estudiar los últimos años, haciendo referencia a las diversas crisis financieras que hemos sufrido en los últimos cien años, como consecuencia de la *mala praxis* empresarial.⁸⁰³ Sin embargo, lo cierto es que más de 400 años de historia demuestran que los problemas de actividad ilícita corporativa son tan antiguos como las propias sociedades mercantiles.⁸⁰⁴

En el caso concreto de los Estados Unidos podemos datar el origen de los primeros movimientos de activismo accionarial a principios del siglo XIX, prácticamente con el nacimiento de las corporaciones en dicho país.⁸⁰⁵ También cabe resaltar que en 1792 se

⁸⁰³ Desde el “Crack del 29” y la Gran Recesión y hasta la crisis que comenzó en 2008 y que aún hoy notamos sus efectos.

⁸⁰⁴ Así, respecto al estudio del verdadero origen del activismo accionarial, podemos partir de la situación vivida en la propia Compañía holandesa de las indias orientales en 1609. Ya por entonces, poco tiempo después de su fundación, en esta sociedad los accionistas sufrían los abusos de su consejo de administración. Queda constancia de este hecho a través de la carta que escribió uno de sus accionistas, Isaac Le Maire, a uno de los más poderosos políticos holandeses de la época, Johan van Oldenbarnevelt. En dicha misiva le instaba a mediar en el abuso que se estaba produciendo en la compañía, por el que los navieros no solo estaban siendo utilizados para su finalidad principal que era el comercio, sino también como instrumento al servicio de la guerra contra Portugal y España en el contexto de la Guerra de los Ochenta Años (1568-1648), con el consecuente desvío de fondos y unos dividendos cada vez más exigüos. Hay que tener en cuenta que la sociedad se constituyó por medio de un *Charter*, es decir, por medio de autorización del gobierno y que por tanto en cierta medida este seguía teniendo cierto control sobre la misma. V. DE JONGH, M., “Shareholder Activism at...”, cit., págs. 65-68.

Le Marie argumentaba que era indefendible que un consejo de administración, bajo ningún pretexto, pudiera retener el dinero de otras personas por más tiempo del necesario y para propósito ajeno al que el titular de ese dinero hubiera indicado, de otra forma se trataría de una tiranía. A pesar de que Le Maire no consiguió su objetivo, provocó un fatídico episodio de ventas a corto plazo de las acciones de la compañía y que sus quejas sigan resonando a día de hoy (KOPPELL, J. G., “Shareholder Advocacy and the Development of the Corporation: The Timeless Dilemmas of an Age-old Solution”, en AA.VV., *Origins of Shareholder Advocacy*, J.G.S. Koppell, Palgrave Macmillan, New York, 2011, págs. 1-26, págs. 1-2).

⁸⁰⁵ El nacimiento de las corporaciones estadounidenses se suele situar a principios del s. XIX. Hasta 1720 la legislación aplicable a las sociedades que iniciaban su actividad en dicho territorio seguía fuertemente vinculado a Reino Unido, pero en 1720 con la aprobación de la *Bubble Act* la regulación propia del país empezó a diferenciarse, si bien seguiría tomando como punto de partida el sistema británico. Desde ese momento hasta principios de siglo, apenas se constituyeron 300 compañías con ánimo de lucro, sin embargo con la llegada del nuevo siglo crecieron de forma que solo entre 1800 y 1810 se constituyeron 867

3.- Análisis histórico del activismo accionarial, con especial referencia al papel de los inversores institucionales

aprobó en los Estados Unidos el *Buttonwood Tree Agreement* que fue el inicio de los procedimientos de inversión tal y como los conocemos hoy en día y el germen de la creación de la Bolsa de Nueva York.⁸⁰⁶

A pesar de que tradicionalmente se considera el final del siglo XIX como el momento en el que las corporaciones vieron su accionariado ampliarse y dispersarse, lo cierto es que ya en 1810 algunos bancos estadounidenses ya tenían más de 1000 accionistas.⁸⁰⁷ Sin embargo, en ese momento los problemas para los accionistas no surgían desde la dirección, sino que provenían del resto de la masa accionarial. En la mayoría de los casos eran aquellos con un mayor porcentaje de control los que elegían los miembros del consejo de administración, los que tomaban las principales decisiones estratégicas y de gobierno, produciéndose una división entre los dos tipos de accionistas, los de control y el resto de minoritarios.⁸⁰⁸ En estas circunstancias, como hoy en día, ante la presencia de accionistas de control, era posible que surgieran abusos y conflictos de interés por parte de estos *blockholders* respecto al resto de accionistas.⁸⁰⁹ Esto lleva a la necesidad de que estos segundos cuenten con mecanismos que les permitan controlar a los primeros.

sociedades. Sobre esta cuestión v. WELLS, H., “Shareholder power in America, 1800–2000: a short history”, en AA.VV., *Research Handbook on Shareholder Power*, J. Hill, R. Thomas, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2015, págs. 13-32, pág. 14.

⁸⁰⁶ El *Buttonwood Tree Agreement* fue una respuesta a un colapso del mercado y al cese virtual del crédito y la liquidez que ocurrió en dicho periodo. El acuerdo establecía comisiones mínimas de corretaje de valores y estuvo vigente hasta la década de 1970, cuando los avances tecnológicos y la liberalización económica facilitaron la negociación de los valores (CHEFFINS, B. R.; ARMOUR, J., “The Past, Present”, cit., págs. 71-72).

⁸⁰⁷ MAJEWKI, J., “Toward a Social History of the Corporation: Shareholding in Pennsylvania, 1800-1840”, en AA.VV., *The Economy of Early America: Historical Perspectives and New Directions*, C. Matson, Pennsylvania State University Press, University Park, 2006, págs. 294-316, pág. 311.

⁸⁰⁸ De tal modo que se creaba una suerte de separación entre la propiedad y el control. Entonces, como en cierta medida ahora con la presencia de grandes inversores institucionales, el poder formal en la corporación se alojaba en la junta general. La mayoría de los accionistas elegía a los administradores y la mayoría de la junta podía manejar los asuntos de la sociedad contra la oposición de la minoría, siempre y cuando la mayoría evitara actuar de manera fraudulenta, ilegal o excediéndose de sus competencias (actos *ultra vires*). V. WELLS, H., “Shareholder power in America...”, cit., pág. 15.

⁸⁰⁹ Y así ocurrió a mediados de la década de los 20 del siglo XIX cuando una serie de escándalos corporativos en materia de autocontratación sacudieron Nueva York, los accionistas minoritarios se alzaron por su incapacidad para hacer frente a los abusos provocando una reforma legal en materia de protección de los derechos de los minoritarios. Algunos autores han llegado a comparar la repercusión y profundidad de dicha reforma con la realizada por la *Sarbanes-Oxley Act* (HILT, E., “Wall Street’s First Corporate Governance Crisis: The Panic of 1826”, *NBER Working Paper*, 2009, págs. 1-2, consultado el 15 de enero de 2018 en <http://www.nber.org/papers/w14892>).

A partir de ese momento podemos diferenciar dos tendencias en la evolución y desarrollo del poder de los accionistas en los Estados Unidos. La primera tendencia, formulada en términos de continuidad, ve con buenos ojos el desarrollo del poder de los accionistas ya que considera que utilizan los mecanismos a su alcance como medida de autoprotección. Por otro lado, existe otra tendencia que pone énfasis en los cambios que se han producido en la composición del accionariado que utilizaban los mecanismos de protección. De esta forma, mientras que en el siglo XIX en los Estados Unidos se buscaba controlar a los accionistas mayoritarios o de control, a principios del siglo XX se desplazará dicho control hacia el órgano de administración y dirección.⁸¹⁰

Desde la década de los años 30 hasta más allá de la mitad del siglo pasado, los administradores de las grandes sociedades estadounidenses se beneficiaron de una estructura accionarial caracterizada por un gran volumen de accionistas dispersos.⁸¹¹ Además, el sistema legal también les favorecía, ya que incluso hasta casi finales del siglo XX, la regulación del mercado de valores hacía muy difícil juntar bloques accionariales o llevar a cabo acciones colectivas para influir en el consejo de administración, a pesar de tener la capacidad financiera para hacerlo. Es por ello por lo que podemos concluir

Una de las principales consecuencias de esta crisis fue la aparición de una serie de Sentencias en la que se desarrollaron los deberes fiduciarios de los administradores y la capacidad que tenían los accionistas de reivindicar sus derechos a través de los tribunales. Sobre el desarrollo de la *derivative action* v. PRUNTY, B. S. J., “The Shareholders’ Derivative Suit: Notes on Its Derivation”, *N.Y.U. L. Rev.*, 32, 1957, págs. 980-995, págs. 992-994.

Sin duda, los costes asociados a estos procesos judiciales suponían verdaderas trabas para el ejercicio de los derechos por los minoritarios, por lo que, con toda lógica, no podemos hablar de que se tratara de un método eficiente para proteger los derechos de los accionistas minoritarios que en muchos casos pasaron de sufrir el abuso de los accionistas de control a los de los administradores.

⁸¹⁰ WELLS, H., “Shareholder power in America...”, cit., págs. 16-19.

⁸¹¹ Como ya hemos indicado anteriormente en el epígrafe 5.3.1. del capítulo II, a este periodo se le conoce como el periodo del “capitalismo de los administradores” (*managerial capitalism*). Una de las características más representativas es que los accionistas, a pesar de ser los titulares de las acciones, es decir, los propietarios, debido a su dispersión y falta de conocimientos no tienen control sobre el proceso de toma de decisiones. Es por ello por lo que los administradores son los que controlan la sociedad y adoptan incluso las decisiones de carácter estratégico de la sociedad, sin prácticamente ninguna limitación. Los accionistas quedan relegados a un papel como proveedores de capital y titulares del valor de liquidación de la sociedad. En el caso de estar en contra de la gestión de la sociedad que realizan los administradores y directivos, los altos costes relacionados con el ejercicio de sus derechos (especialmente debido a su dispersión) hace que únicamente les quede como opción la “regla de Wall Street” o “votar con los pies”, es decir, vender las acciones y abandonar la inversión. V. RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., págs. 7-9.

3.- Análisis histórico del activismo accionarial, con especial referencia al papel de los inversores institucionales

que durante este periodo el activismo accionarial era prácticamente inexistente y el poco que había solo será ejercido por algún particular de forma, podríamos calificar como, “insistente”.⁸¹²

El momento cumbre para el declive del escaso activismo accionarial existente que había hasta ese momento fue la aprobación de la *Glass-Steagall Act* en 1933.⁸¹³ Ni siquiera la aprobación de la codificación de los derechos de los accionistas por parte de la SEC en 1942 consiguió mitigar los efectos, y el activismo continuó siendo bastante moderado hasta los años 70.⁸¹⁴

⁸¹² Ya fueran activistas luchando por derechos sociales o accionistas profesionales, que en algunos casos fueron tildados de “moscones” o “*gadflies*” por la doctrina. Entre ellos destacan los hermanos Gilbert, en especial Lewis D. Gilbert, al que hemos hecho referencia al principio del capítulo. La presencia de estos inversores en algunos casos logró mejorar las condiciones de las sociedades participadas y en cuyas juntas generales interponían toda clase de recursos y solicitudes, como describe en su libro (GILBERT, L. D., *Dividends and democracy*, cit.). En otros casos simplemente se trata del abuso de los derechos como accionistas, lo que hace que la doctrina fuera reticente a considerar como positivo el activismo accionarial, incluso hasta en la actualidad. Sobre estos accionistas no deseados V. SCHWAB, S. J.; THOMAS, R. S., “Realigning Corporate...”, cit., pág. 1044; WELLS, H., “Shareholder power in America...”, cit., pág. 23.

Para hacernos una idea del papel que jugaban estos “*gadflies*”, podemos citar que en los Estados Unidos en 1991 se presentaron 319 propuestas por parte de los accionistas en materia de gobierno corporativo. De estas propuestas, el 21% habían sido presentadas por inversores institucionales, el 19% por la *United Shareholders Association* (una asociación de accionistas fundada con el objetivo de presentar propuestas de mejora conjuntamente) y el 60% eran particulares u otros grupos menores de accionistas. Sin duda, este mecanismo era mucho más utilizada por los accionistas “normales” que por los propios inversores institucionales (GILLAN, S. L.; STARKS, L. T., “A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence”, *Contemp. Financ. Dig.*, 2, 1998, págs. 10-34, págs. 15-16).

⁸¹³ La promulgación de la *Glass-Steagall Act* fue también respuesta a una serie de acontecimientos producidos en el mercado de valores y, en especial, una respuesta directa al colapso bursátil de 1929, que derivó posteriormente en la Gran Depresión. Esta norma separaba de forma clara las actividades de inversión que realizaban las entidades de crédito y la banca comercial, ya que se consideraba que las estrategias de inversión excesivamente entusiastas de los bancos comerciales habían sido en cierta medida responsables del colapso bursátil de 1929. Algunos autores consideran que la *Glass-Steagall Act* contribuyó de esta forma a un rápido declive en el activismo de los accionistas. V. RINGE, W.-G., “Shareholder Activism: A Renaissance”, cit., pág. 396.

⁸¹⁴ La aprobación de dicha codificación en 1942 sentó las bases para la promulgación de la primera norma sobre realización de propuestas por parte de los accionistas (*shareholder proposals*). Esta disposición permitió a los accionistas presentar propuestas de voto en las juntas generales y facilitó su participación activa en las sociedades de posguerra. Se buscaba volver a conseguir aumentar la presencia de un gran número de accionistas como cuando las sociedades estaban localizadas en áreas geográficas más limitadas y con un accionariado más localizado. Sin embargo, en los primeros años, pocas fueron las propuestas que se presentaron. No obstante, aunque la evolución fue lenta, en 1969 ya eran 220, y en 1979 se llegaron a registrar anualmente 650. V. RINGE, W.-G., “Shareholder Activism: A Renaissance”, cit., pág. 397.

3.2.- El activismo accionarial durante el primer periodo de expansión de los inversores institucionales

Así llegamos a las décadas de los 60 y 70, cuando la presencia de los inversores institucionales, como ya hemos señalado anteriormente, se consolida en un proceso de crecimiento constante.⁸¹⁵ Esto hará que se produzcan modificaciones en las estructuras accionariales de las sociedades cotizadas y traerá consigo alteraciones en las estrategias y políticas corporativas.⁸¹⁶

En los años 80, el crecimiento de los inversores institucionales fue especialmente pronunciado, debido principalmente a que una mayor proporción de los ahorros de las familias que era invertidos en planes de pensiones y seguros de vida privados vinculados al aumento de la esperanza de vida. Estos inversores institucionales que recibían los ahorros del público, por este motivo, a su vez invertían una proporción de estos fondos en valores cotizados, incrementando así su vinculación.⁸¹⁷ Ello llevó aparejado el aumento del tamaño de las carteras de inversión de los inversores institucionales, que en algunos casos alcanzaron tal porcentaje que dejaron de poder enajenar algunas de sus mayores participaciones ya que ello afectaría sensiblemente al valor de las acciones en el mercado, lo que les llevó en algunas ocasiones a cambiar su tradicional estrategia de “votar con los pies” o la “*Wall Street rule*” por una participación estratégica en las sociedades buscando maximizar los beneficios, es decir, una actitud activista.⁸¹⁸

⁸¹⁵ BAUM, D. J.; STILES, N. B., *The silent partners: Institutional investors and corporate control*, Syracuse University Press, Syracuse, N.Y., 1965, págs. 53-58. En especial podemos detectar un crecimiento más significativo a raíz de la promulgación de la ERISA en 1974, concretamente, como es lógico, respecto a fondos de pensiones.

⁸¹⁶ Con la llegada de los inversores institucionales volvió a retomarse, aunque inicialmente de forma esporádica, el activismo accionarial. Con ellos y a lo largo del tiempo, las sociedades cotizadas en los Estados Unidos pasaron de tener un patrón accionarial como el que describieron BERLE Y MEANS en 1932 con multitud de accionistas pequeños y dispersos a una considerable concentración del accionariado. V. RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., págs. 7-10.

⁸¹⁷ RINGE, W.-G., “Shareholder Activism: A Renaissance”, cit., pág. 400.

⁸¹⁸ Cuanto mayor es la participación en el capital social mayor será en principio la participación en los resultados de la sociedad, pero también habrá una mayor probabilidad de que su voto afecte el resultado. Además, será más fácil votar de forma coordinada entre los inversores institucionales, de manera que surgirán economías de escala que aportarán incentivos sustanciales para que los institucionales se conviertan en votantes informados (v. BLACK, B. S., “Shareholder Passivity Reexamined”, cit., pág. 524).

3.- Análisis histórico del activismo accionarial, con especial referencia al papel de los inversores institucionales

Así, poco a poco, van surgiendo algunos casos en los que algunos de estos accionistas dejan de ser pasivos, para ejercer plenamente sus derechos como propietarios. Inicialmente el movimiento de activismo accionarial de los inversores institucionales fue liderado por aquellos de mayor tamaño, concretamente por fondos de inversión públicos (*public funds*), en especial por los fondos de pensiones de los funcionario o del personal de la administración, los verdaderos *public funds*,⁸¹⁹ o por los *union funds*,⁸²⁰ es decir, aquellos promovidos por los sindicatos.

Como decíamos, algunos inversores institucionales tenían en sus carteras participaciones suficientemente grandes para que su venta pudiera provocar fuertes caídas en la cotización de las acciones, una caída del mercado y una más que probable reducción en el valor de sus carteras. V. LORING, J. M.; TAYLOR, C. K., “Shareholder Activism: Directorial Responses to Investors’ Attempts to Change the Corporate Governance Landscape”, *Wake Forest L. Rev.*, 41, 2006, págs. 321-340, pág. 324. La apatía racional decrece conforme aumentan las participaciones y los inversores dejan de tener liquidez (TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 88-89).

⁸¹⁹ La diferencia clave entre los fondos de pensiones públicos y privados, además del órgano que los promueve, suele ser también el tipo de gestión que tienen detrás y la regulación aplicable al tipo de reinversión que deben hacer, lo que en cierta medida influirá a la hora de ser más o menos activo como accionistas. Obviamente, los fondos de pensiones tradicionales, es decir, los privados, los constituidos por el empleador, no suelen llevar a cabo ningún tipo de activismo accionarial. La gestión de los fondos privados puede realizarse por gestores profesionales externos o, de forma interna por los fiduciarios del fondo, que suelen ser o depender de los administradores de la sociedad promotora. Incluso cuando la gestión es externa, debido a que el cargo es designado (aunque sea de forma indirecta) por los administradores de la sociedad que promueve el fondo, será difícil que tomen decisiones en contra de la dirección de las de las sociedades participadas. Es más, es habitual que se delegue el voto en estos gestores externos, que tienen como prioridad la rentabilidad a corto plazo, por lo que será aún más difícil que se ejerza este derecho político. (V. TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 94-97).

En cuanto a su régimen jurídico, la ERISA impone unos niveles de diversificación más estrictos a este tipo de fondos, por lo que tienden a una mayor diversificación de su participación y, por tanto, a tener un menor porcentaje de control sobre las sociedades que forman parte de su cartera.

En el caso de los fondos de pensiones de empleados públicos, habitualmente gran parte de su cartera está compuesta por renta fija y la parte variable suelen seguir métodos de indexación. Esto lleva a que la duración media de las inversiones sea relativamente larga, lo que puede hacer que sea más fácil plantearse el ejercicio de derechos políticos. La administración se realiza por medio de fiduciarios, que puede recaer, según se establezca en su norma de constitución, en expertos financieros, funcionarios o beneficiarios del plan. En cualquier caso, los responsables políticos suelen retener un importante grado de control sobre el fondo, como puede ser el ejercicio del derecho de voto (ROMANO, R., “Public Pension Fund...”, cit., pág. 110 y 137).

⁸²⁰ Los fondos de pensiones constituidos por sindicatos laborales, suelen tener a estos últimos dentro de los órganos de gestión. Es por ello por lo que tradicionalmente han trasladado su activismo propio como sindicatos a los fondos, de forma que la lucha por los derechos de los trabajadores se ha extendido al resto de sociedades que forman parte de su cartera de inversión, añadiéndose también el impulso de reformas en materia de gobierno corporativo. V. SCHWAB, S. J.; THOMAS, R. S., “Realigning Corporate...”, cit., pág. 1020. El autor también señala que el papel de estos inversores institucionales no es suficiente por sí mismo para llevar a cabo cambios duraderos en el gobierno corporativo, por lo que sería recomendable desarrollar

De entre los fondos de pensiones públicos, el principal en la época era CalPERS.⁸²¹ Muchos fueron los autores que, ante el amplio despliegue de este fondo, quisieron estudiar cómo su activismo afectaba a la estructura de gobierno y al desempeño operativo de las sociedades en las que había realizado alguna inversión, incluso, a la riqueza del resto de los accionistas o de sus propios beneficiarios. Entre los instrumentos utilizados destaca el *targeting*, que consiste en dirigir sus estrategias hacia empresas que presenten bajo rendimiento durante décadas, con el objetivo de mejorar su rentabilidad y con ello sus propios beneficios.⁸²² Este papel, actualmente lo están jugando de forma más constante los *hedge funds*.

un modelo más estratégico junto con otros accionistas (*Ibid.* pág. 1090). Esta cooperación les permitiría por un lado maximizar el crecimiento a largo plazo tanto de la sociedad como de las rentabilidades de los accionistas, y por otro lado reducir los costes de agencia y los propios de las tareas de supervisión y control de la administración.

⁸²¹ El líder del activismo institucional en el inicio de este movimiento es el California Public Employees Retirement System (CalPERS). También destaca el papel de la Teachers' Insurance Annuity Association – College Retirement Equities Fund (TIAA—CREF) y de la institución que suele agruparlos, a estos y otros inversores institucionales, el Council for Institutional Investors (CII).

⁸²² Los trabajos sobre el activismo de estos fondos de pensiones son verdaderamente contradictorios, sin que ninguno claramente pudiera determinar si su metodología de *targeting* fuera positiva o no. Sin duda este modo de actuación no se puede considerar como activismo inicialmente, puesto que no deja de ser una forma de seleccionar dónde invertir, pero si es habitual que se materialice como tal con el tiempo al tener un seguimiento más cercano del funcionamiento de la sociedad. Junto a esta metodología, será muy habitual que se produzca el establecimiento de canales de comunicación con la dirección y, en aquellos casos que ello no sea suficiente, se puede llegar a una intervención directa (TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 309).

Entre los primeros trabajos, de muchos que llegarían sobre esta cuestión, destaca ROMANO, R., “Public Pension Fund...”, cit., págs. 796-797 y 851-853. En esta obra, la autora presenta una visión crítica sobre estos inversores institucionales. Utiliza el ejemplo de los fondos de pensiones públicos, señalados como los más activos inversores, para desmontar algunas creencias sobre los inversores institucionales en su conjunto. No niega que estos fondos son, de hecho, los más activos entre los diversos tipos de inversores institucionales, pero también señala que se enfrentan a sus propios conflictos de interés (derivados especialmente por la intromisión política), que pueden limitar los beneficios de su activismo.

Por su parte, se reseñan efectos positivos sobre las empresas participadas, que confirman lo que algunos denominarían “efecto CalPERS”, en el trabajo de WAHAL, S., “Pension Fund Activism...”, cit., pág. 20. Algunos autores, continuaron con el estudio años después, señalando que el efecto positivo perduraba en el tiempo, como es el caso de ENGLISH II, P. C.; SMYTHE, T. I.; MCNEIL, C. R., “The «CalPERS effect» revisited”, *J. Corp. Fin.*, 10, 1, 2004, págs. 157-174, pág. 159 y 172. Los resultados positivos del papel activo de este fondo de inversión, presentados por WAHAL, fueron posteriormente también revisados y confirmados en cierta medida por NELSON, J. M., “The «CalPERS effect» revisited again”, *J. Corp. Fin.*, 12, 2, 2006, págs. 187-213, pág. 204. No obstante no se pudo demostrar que el efecto perdurara en el tiempo tal y como señalaron estudios posteriores.

3.- Análisis histórico del activismo accionarial, con especial referencia al papel de los inversores institucionales

En cualquier caso, parece sorprendente que, teniendo en cuenta que el entorno legislativo no había dejado de ser hostil, surgiera algún tipo de movimiento activista liderado por algunos inversores institucionales y, más aún, que triunfara ocasionalmente promoviendo reformas legislativas y mejores condiciones para el ejercicio de sus derechos, hasta llegar a su situación actual.⁸²³ Sin duda, parece más razonable pensar que fue la unión de varios intereses, incluso particulares,⁸²⁴ sumado a un volumen de participación creciente en las sociedades cotizadas lo que hizo que se estableciera definitivamente el movimiento accionarial de algunos inversores institucionales.

A este nuevo movimiento de inversores institucionales que eran activados por un “líder”, GILSON y GORDON lo denominaron *agency capitalism*. Consideran que este movimiento se caracteriza por la presencia de inversores institucionales sofisticados pero desconfiados, los cuales necesitan la participación de otros actores del mercado para impulsar su compromiso respecto a los asuntos de gobierno corporativo.⁸²⁵

Sobre el papel de CalPERS también hablan, si bien de forma menos entusiasta, DEL GUERCIO, D.; HAWKINS, J., “The motivation and...”, cit., pág. 294-295, 299-301 y 305. En este caso los autores señalan que existe también heterogeneidad dentro del activismo de estos fondos de pensiones públicos, diferenciándose por sus objetivos, estrategias de inversión, tácticas e impacto sobre las sociedades en las que invierten. Entre los resultados de su trabajo destacan que los fondos, en general, son mejores supervisando y promoviendo cambios en el gobierno corporativo de las sociedades de lo se podría esperar, pero no consiguen demostrar que estos cambios conlleven una mejor valoración del fondo, ni que siempre sean efectivas sus campañas de activismo. Debido a estas limitaciones concluyen diciendo que, en su opinión, los inversores institucionales deberían ser considerados más como un elemento complementario dentro de los instrumentos del gobierno corporativo, que como un mecanismo de primer orden.

⁸²³ DAVIS, G. F.; THOMPSON, T. A., “A Social Movement Perspective on Corporate Control”, *Adm. Sci. Q.*, 39, 1, 1994, págs. 141-173, pág. 142. Algunos inversores institucionales tienen como objetivos no solo los rendimientos financieros sino también la protección de los intereses sociales (RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., pág. 45).

⁸²⁴ Los inversores institucionales deben responder a las necesidades o deseos de sus beneficiarios o dueños, incluso luchar por sus preferencias. De esta forma, un plan de pensiones fundado por un sindicato (*Union Fund*) es posible que tome sus decisiones de forma que se creen más puestos de trabajo o se garanticen los derechos de los trabajadores.

⁸²⁵ Los inversores institucionales no son vistos como accionistas apáticos, como si ocurría con los minoritarios hasta su aparición, pero si serán reticentes (desconfiados) a iniciar mecanismos de control de forma individual. Muchos de ellos, ad.ex. votarán contra los acuerdos propuestos por el consejo de administración, pero no serán ellos los que decidan ponerse en contacto con el resto para organizarse, sino que solo actuarán cuando se les llame. El papel proactivo, al menos en los Estados Unidos, lo suelen tener los fondos de pensiones públicos, los cuales, en los últimos años, se ha visto especialmente representado por los *hedge funds*.

Sin duda, como así señalan estos autores, ya no es razonable sostener la necesidad de proteger de forma paternalista a los accionistas frente a los administradores, como se hacía en los inicios del Derecho de

3.3.- *El activismo accionarial a finales del siglo XX*

Sin embargo, a pesar del movimiento doctrinal que afirmaba la gran repercusión que iba a generar el activismo por parte de los inversores institucionales,⁸²⁶ las estadísticas a finales del siglo XX mostraban que la mayoría de ellos, especialmente los de pequeño tamaño, seguían siendo accionistas pasivos.⁸²⁷ Las pocas campañas de activismo que se llevaban a cabo en este periodo tampoco suponían en términos generales un mayor rendimiento o beneficio para sus carteras de inversión ni mejoras en los resultados de las sociedades invertidas,⁸²⁸ posiblemente debido a que se realizaban generalmente de forma descoordinada.⁸²⁹ De hecho, destaca la presencia cada vez mayor de fondos indexados, en los que la tarea del gestor de la cartera es únicamente replicar un índice. Esto responde en

sociedades estadounidense, ya que una vez coordinados los inversores institucionales sí pueden ejercer de forma efectiva el control. Sin embargo, deberá seguir existiendo algún tipo de regulación que potencie y estimule esas voces y que permita que uno de ellos se levante y arrastre al resto. V. GILSON, R. J.; GORDON, J. N., “The Agency Costs of Agency...”, cit., págs. 867, 889.

⁸²⁶ La doctrina mercantilista estadounidense de la época había centrado sus esfuerzos en describir los efectos que causaban la presencia cada vez más destacada de los inversores institucionales. Especialmente trataron de describir como afectaba a la rentabilidad de las empresas el activismo accionarial de estos inversores, así como a sus propias carteras de inversión y si sería posible superar la barrera de los costes de agencia gracias a éstos (V. GARTEN, H., “Institutional Investors...”, cit., pág. 588. Sobre el gran volumen de trabajos sobre esta cuestión v. RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., págs. 29-43).

Entre nosotros, uno de los primeros autores en sumarse a esta oleada de optimismo fue DE PAZ ARIAS, J. M., “Los inversores institucionales como...”, cit., pág. 881.

⁸²⁷ Aproximadamente solo un 10% reconocía llevar a cabo activismo de confrontación o inversión relacional con los consejos de administración, mientras que un 30% intentaban tener una influencia en la compañía mediante el establecimiento relaciones directas con altos directivos. V. RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., pág. 3.

⁸²⁸ Las rentabilidades de las carteras de inversión de aquellos inversores que llevan a cabo más acciones de activismo accionarial son incluso más bajas que aquellos que no lo hacen. Algunos autores señalan que el activismo durante esta época más que estar fundamentado en una futura rentabilidad de la actuación, parecía buscar cierta notoriedad de sus fiduciarios entre otras motivaciones sociales o políticas, lo que como ya hemos dicho anteriormente, puede causar conflictos de interés. V. en esta línea, ROCK, E. B., “The logic and (uncertain) significance of institutional shareholder activism”, *Geo. L. J.*, 79, 3, 1991, págs. 445-506, pág. 472. Otros autores, no obstante, vieron que, además de este móvil político, tendría que tomarse en consideración que estas acciones pueden ayudar a superar la tendencia a la inacción de los gestores de los fondos privados. Estaríamos, por tanto, ante un impulso para superar los problemas relativos a la acción colectiva, que permitía activar al resto de inversores institucionales. V. TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 266-267.

⁸²⁹ La descoordinación no es un problema menor para los inversores institucionales. Muchos de ellos continúan necesitando de la coordinación con otros inversores institucionales u otros accionistas para poder alcanzar porcentajes que les permita ejercer de forma efectiva sus derechos. V. POZEN, R. C., “Institutional investors...”, cit., págs. 145-146.

3.- Análisis histórico del activismo accionarial, con especial referencia al papel de los inversores institucionales

cierta medida al reconocimiento de la escasa rentabilidad que se deriva de la adopción de estrategias activas, aunque solo signifique comprar o vender activos.⁸³⁰

Son varios los autores de la época que empiezan a destacar la pasividad de estos inversores. Les sorprende que a pesar de que algunos tuvieran una participación suficientemente significativa como para permitirles tener cierto tipo de control en la junta general de accionistas, no solían ejercer sus derechos políticos.⁸³¹

En esta línea, y tras analizar los porcentajes de participación que presentan, podemos afirmar que no será habitual que los inversores institucionales tengan en su haber participaciones de control sobre las sociedades en las que invierten.⁸³² Es por ello por lo que, muchos de ellos necesitarían del mecanismo de la coordinación para conseguir los objetivos de activismo. Y aquí nos encontramos con el clásico problema de teoría económica, el “dilema del prisionero”, que trasladado a nuestro objeto de estudio vendría a decir que los inversores saben que si se coordinan todos obtendrán mayores beneficios, pero también saben que si solo actúan unos y los otros son *free riders*, estos últimos se pueden beneficiar de los resultados que se obtengan pero sin soportar los costes que lleve

⁸³⁰ DE PAZ ARIAS, J. M., “Los inversores institucionales como...”, cit., pág. 883. Sobre en qué consiste indexar un fondo y las repercusiones que conlleva, v. TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 96, 109-110. Este segundo autor considera que la indexación de fondos no siempre tiene un carácter pasivo, sino que puede ser ambivalente. A pesar de que inicialmente denota pasividad el hecho de que no se invierta en una sociedad para crear negocio, sino únicamente por el hecho de replicar un índice, lo cierto es que esto mismo también les lleva a permanecer durante un periodo de tiempo más largo en las inversiones realizadas. Este hecho podrá obligar en algunos casos a superar su tradicional abstencionismo y empezar a participar en la vida societaria (*Ibid.* pág. 110).

⁸³¹ ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., pág. 371. Para ese periodo, además, v. LASHBROOKE, E. C. J., “The Divergence of Corporate Finance and Law in Corporate Governance”, *S. C. L. Rev.*, 46, 1995, págs. 449-469, pág. 452. Este autor afirma que en esa época, ni los inversores institucionales ni los grupos familiares, pase a tener unas participaciones de control, llevan a cabo acciones de supervisión y control respecto del órgano de administración. Señala que las pocas campañas que se realizaron solían estar dirigidas por CalPERS, el cual parecía más interesado en luchar por los derechos de los trabajadores que en promover mejoras en el gobierno corporativo que pudieran suponer mejores rentabilidades para sus beneficiarios (del plan de pensiones).

⁸³² En muchos casos, por diversos requisitos de diversificación de carácter imperativo cuentan con un límite legal para la tenencia de mayores participaciones. En cuanto a que se entiende por participación de control en nuestro Derecho, ya nos hemos referido en el epígrafe 3.2.1. del capítulo I al hablar de los accionistas de control que podemos hablar de participaciones significativas respecto de aquellos accionistas que superen el umbral del 3% de participación directa o indirecta (art. 23 RD de Transparencia).

aparejados dicha actuación. La conclusión es que, al final, la falta de confianza entre los inversores hace que se opte habitualmente por no actuar.⁸³³

Es más, algunos autores argumentan que una de las causas por las que prevalecía la pasividad entre estos inversores es la legislación societaria que dificultaba su participación por aquel entonces. Sin embargo, durante ese periodo se producirían dos cambios normativos sin que se mostrará un incremento significativo en el activismo accionarial, por lo que se puede afirmar que no es únicamente por motivos legales por lo que prevalece la pasividad entre estos inversores.⁸³⁴

En otros casos, lo que ocurre es que directamente el activismo no es tan fácilmente visible, pero eso no significa que no esté presente. Así, al respecto, podemos señalar que, a finales del siglo XX se extendió entre los inversores institucionales la práctica de la

⁸³³ Para saber más sobre este teorema clásico de microeconomía y de teoría de juegos en concreto, aplicado a los procesos de votación en las sociedades, v. GOSHEN, Z., “Controlling strategic voting: property rule or liability rule?”, *S. Cal. L. Rev.*, 70, 1997, págs. 741-804, págs. 759-762 y 802-804. El autor señala que el problema no es tanto la falta de coordinación, que también existe, sino un conflicto de intereses, que es el que provoca que pueda haber *free riders* (sujetos con comportamientos oportunistas) que prefieran aprovecharse de la actuación del resto consiguiendo los beneficios grupales. Para solucionarlo, el autor propone establecer el voto obligatorio, propuesta al parecer ciertamente extendida en la doctrina (*Ibid.* págs. 763-765 y 793).

Sobre esta cuestión también habla POZEN, R. C., “Institutional investors...”, cit., pág. 140 y 145-147. En esta obra el autor refiere, entre otras cuestiones, los problemas que surgen para llevar a cabo acciones colectivas. El autor, director general de Fidelity Investments, uno de los mayores gestores de fondos de inversión de propiedad privada de los Estados Unidos, indicaba que para que una acción coordinada consiga llegar a buen puerto, ambas partes deben dejar claro y de forma fehaciente si van o no a votar conjuntamente. Y es que, la cuestión relativa a los costes que surgen en estos procesos y su reparto son decisivos para que los inversores institucionales opten (o no) por plantear una acción conjunta, o incluso un *proxy fight*.

⁸³⁴ Los cambios legales a los que nos referimos son, por un lado, la aprobación de la reforma sobre *proxy rule* por la que se permitía a los institucionales ponerse en contacto con otros inversores institucionales para discutir sobre el desempeño de los administradores y los altos directivos sin temor a incurrir en responsabilidad por hacer una solicitud incorrecta de poderes de representación (SEC, *Regulation of Communication among Shareholders, Securities Exchange Act of 1934 Release* N.º. 31, 326, 57 Fed. Reg. 48, 276, de 16 de octubre de 1992).

Por otro lado, la siguiente reforma normativa relevante para esta cuestión fue la *Regulation Fair Disclosure*, vigente desde el año 2000 por la que se impide al órgano de administración penalizar a los inversores más activos mediante la divulgación selectiva de información relevante solo a aquellos inversores favorables a la actuación del consejo de administración y, en su caso, de ciertos directivos. A pesar de estas medidas, los inversores institucionales pasivos continuaron actuando de la misma forma. (SEC, *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*, 17 CFR Parts 240, 243, and 249, Release N.ºs. 33-7881, 34-43154, IC-24599, File N.º. S7-31-99, RIN 3235-AH82, aprobada el 21 de Agosto del 2000). V. ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., págs. 372-373).

3.- Análisis histórico del activismo accionarial, con especial referencia al papel de los inversores institucionales

utilización societaria de los canales orgánicos y extraorgánicos como mecanismos de actuación. Entre los canales orgánicos destaca la utilización de la junta general de accionistas como foro natural para el ejercicio de derechos, con medidas como la propuesta de inclusión de nuevos puntos del orden del día, plantear preguntas o promover campañas para influir en el sentido del voto del resto de accionistas. Pero también se centraron los esfuerzos respecto al establecimiento de canales extraorgánicos, entre los que se incluyeron desde la publicación de notas de prensa para presionar hacia el cambio, hasta la comunicación directa de forma informal con los administradores y los altos directivos.⁸³⁵

Mientras todo esto ocurría en los Estados Unidos, y en cierta medida en el Reino Unido, en Europa continental la situación era bastante diferente hasta finales del siglo XX. Como ya hemos indicado en diversas ocasiones a lo largo de esta tesis, las sociedades europeas estaban principalmente dominadas por grandes bloques accionariales (*blockholders*).⁸³⁶ En este entorno, los primeros ejemplos de activismo accionarial tenían un significado distinto respecto a países donde son tradicionales las estructuras accionariales dispersas. Las tareas de control que se suelen vincular a los accionistas activistas, en estos países las realizan los propios *blockholders* (ya sean familias o entidades de crédito)⁸³⁷, ya que al contar con un porcentaje mayor de participación suelen crear un *ambiente* corporativo más estable, sólido y enfocado hacia

⁸³⁵ TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 273-274.

⁸³⁶ Hasta principios del siglo XXI más de la mitad de las sociedades anónimas cotizadas europeas tenían en su estructura accionarial un accionista mayoritario o *blockholder*. V. BECHT, M.; MAYER, C., "The Control of Corporate Europe", en AA.VV., *The Control of Corporate Europe*, F. Barca y M. Becht (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2002, págs. 1-30. Incluso hoy en día, las familias y las instituciones financieras siguen manteniendo un cierto control, aunque como vimos en el capítulo anterior este se ha visto considerablemente reducido.

⁸³⁷ En el caso español durante ese periodo era particularmente difícil el ejercicio de los mecanismos de control por parte del conjunto de los accionistas minoritarios, por cuanto las entidades financieras jugaban un papel especialmente relevante dentro del accionariado de las sociedades cotizadas (ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á. J.; GARRIDO GARCÍA, J. M., "Institutional investors and corporate governance: solution or problem?", en AA.VV., *Capital Markets and Company Law*, Hopt and Wymeersch (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2003, págs. 427-447, pág. 431). Sin embargo, con la llegada de la crisis y las diversas restricciones que han sufrido a la hora de invertir, esa circunstancia se ha revertido de forma considerable, como demuestran las estadísticas a las que nos hemos ido refiriendo a lo largo de esta tesis respecto al descenso de la bancarización en nuestra economía.

el largo plazo, además de contar con unos vínculos estrechos con el órgano de administración.⁸³⁸

Es por ello por lo que en estos casos, las tareas de control no se realizan respecto al órgano de administración, sino respecto de los *blockholders*. Los activistas en Europa continental pasan a ser pequeños accionistas que se rebelan contra los abusos del accionista de control.⁸³⁹ Sin duda, en este entorno, las posibilidades de éxito de las campañas accionariales, luchando contra otros accionistas y de forma indirecta contra el órgano de administración, son aún menores que en entornos anglosajones. El papel de los inversores institucionales, en este contexto de conflicto entre accionistas dominantes y minoritarios, debería ser básicamente de contrapeso de los *blockholders*, fortaleciendo la posición de los accionistas minoritarios y dándoles voz.⁸⁴⁰

Volviendo a los Estados Unidos, en 1999 se deroga la *Glass-Steagall Act* en el marco de un gran proceso de desregulación que impulsó el mercado financiero estadounidense. Este proceso provocó un aumento de las oportunidades de negocio para la banca de inversión, involucrándose en diversas estrategias de inversión con limitado riesgo relacionadas con procesos de fusión y adquisición. Además, los escándalos financieros posteriores (Enron) y la burbuja de crédito de mediados de la primera década de este siglo, fueron la plataforma idónea para el resurgir del activismo accionarial, en especial, como veremos en el siguiente epígrafe, para los *hedge funds*.⁸⁴¹

3.4.- El activismo accionarial desde principio del siglo XXI hasta la actualidad: El caso de los hedge funds y la situación en España.

Una vez entrado el siglo XXI, la doctrina ya es más consciente de que no todos los inversores institucionales actúan de la misma forma y de que la mayoría de ellos no llevan

⁸³⁸ Tan estrecho como que habitualmente son ellos mismos los que eligen o destituyen a los miembros del consejo de administración.

⁸³⁹ RINGE, W.-G., “Shareholder Activism: A Renaissance”, cit., págs. 392-393.

⁸⁴⁰ ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á. J.; GARRIDO GARCÍA, J. M., “Institutional investors and corporate governance: solution or problem?”, cit., pág. 437.

⁸⁴¹ En esas primeras crisis los *hedge funds* se convierten en el eje del activismo accionarial. En un contexto en el que el acceso a la deuda era barato, las condiciones del mercado eran idóneas para que surgiera algún tipo de presión hacia las sociedades a fin de que distribuyeran dividendos o medidas más radicales como la reestructuración o la venta de la propia sociedad (CHEFFINS, B. R.; ARMOUR, J., “The Past, Present”, cit., págs. 91-92).

3.- Análisis histórico del activismo accionario, con especial referencia al papel de los inversores institucionales

a cabo activismo accionario.⁸⁴² Se reconoce que son inversores con importantes participaciones en el capital de las sociedades cotizadas europeas y norteamericanas, pero su implicación generalmente está limitada, centrándose en la mayor parte de los casos en conseguir resultados económicos a corto plazo. Algunas de las razones que explicarían esta pasividad las hemos ido describiendo a lo largo las páginas precedentes, pero destaca especialmente la regulación y la falta de incentivos.⁸⁴³

Llegados a este punto, el objeto de estudio de la doctrina en materia de gobierno corporativo pasa a ser cómo reactivar a más inversores institucionales para que impulsen de nuevo el movimiento accionario, lo que en cierta medida no deja de ser una vuelta al origen de los problemas de gobierno corporativo, la reactivación de la gran masa accionario.

Hasta la llegada de la crisis financiera de 2008, la mayoría de las medidas que se proponían, al respecto de esta reactivación, eran a través del conocido como *soft law*. Sin embargo, con la crisis se pudo comprobar que este tipo recomendaciones no eran suficientes para controlar las posibles desviaciones de poder. En el caso del activismo accionario, el legislador comenzó a recoger nuevos instrumentos de Derecho que permitieran a los accionistas, entre los que se encontraban los inversores institucionales, ejercer el control sobre el órgano de administración y de esta forma evitar abusos, como pueden ser las remuneraciones excesivas de los consejeros y altos directivos, o la adopción de riesgos de forma no controlada y con una cierta miopía cortoplacista. En general, podemos afirmar que la crisis financiera permitió volver a poner en el centro de atención de la doctrina y los legisladores a la regulación de los derechos de los accionistas y cómo estos podían mejorar el gobierno corporativo de las cotizadas.⁸⁴⁴

⁸⁴² Una vez que la doctrina fue consciente de que los inversores institucionales no eran la solución a todos los problemas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, surgieron autores que empezaron a hablar, ad ex., acerca de la de los inversores institucionales (incluso de las consecuencias negativas que estos podían traer consigo, como puede ser un segundo nivel de costes de agencia). Entre los primeros trabajos que señalaron como las distintas categorías de inversores institucionales se relacionan de forma diferente con el resto de accionistas y con la dirección de la empresa, y como esto puede afectar al rendimiento de las sociedades, v. CHAGANTI, R.; FAMANPOUR, F., “Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance”, *SMJ*, 12, 7, 1991, págs. 479-491, págs. 480-481.

⁸⁴³ ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., págs. 371-372.

⁸⁴⁴ Respecto a los accionistas en la crisis financiera y el papel que ella ha jugado, se presentan dos críticas principales, que a su vez están relacionadas. Por un lado, en el caso de las instituciones financieras, sus

En este sentido destacamos la aprobación de diversas reformas, en el caso de los Estados Unidos, por la *Dodd-Frank Act* de 2010, y en la Unión Europea, la reforma de la Directiva sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas (Directiva 2007/36) que se llevó a cabo en 2017. En el caso de la primera norma a la que hemos hecho referencia, la principal medida respecto a la participación de los accionistas es que les dio voz respecto a la remuneración de sus ejecutivos (*Say on Pay*). Asimismo, trató de revivir la *proxy access rule*, como mencionamos en el capítulo anterior, para facilitar a los accionistas su participación en el proceso de nombramiento de administradores sin éxito.⁸⁴⁵

Aunque en nuestra exposición nos hemos referido especialmente a la evolución histórica del activismo accionarial en los Estados Unidos, en la Europa continental, si bien con algo de retraso, también se han ido viviendo situaciones similares. De esta forma, cuando se planteó la reforma de la Directiva 2007/36 por la Directiva 2017/828, esta vino motivada por la constatación, como había ocurrido en los Estados Unidos, de la pasividad de los accionistas de las sociedades cotizadas, incluidos los inversores institucionales. Tanto la doctrina europea, como las propias instituciones de la Unión, reconocen que el nivel de implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos se encontraba por debajo de los niveles óptimos, por lo que no estaban funcionando como

accionistas no estaban suficientemente comprometidos con el gobierno corporativo y por lo tanto no ayudaron en el proceso de control y disciplina de la gestión. Por otro lado, los inversores institucionales se habían centrado demasiado en las ganancias a corto plazo. V. WINTER, J. W., “The Financial Crisis...”, cit., pág. 7.

De esta forma, en los modelos societarios de capital disperso, los accionistas en general son reacios a participar activamente, mientras que los inversores institucionales, en muchas ocasiones actúan pensando únicamente en el retorno de su inversión a corto plazo, sin prestar especial atención a los intereses a largo plazo de la compañía. En el modelo de capital concentrado, los *blockholders* ejercen su control y supervisan activamente la administración, pero también pueden aprovechar su posición para ejercer su poder en su propio interés, ad.ex. al imponer decisiones que les benefician primeramente a ellos mismos o a partes vinculadas, y no a la sociedad (como podría ser una fusión o la venta de activos esenciales). Estos son los problemas que debe tratar de solucionar el gobierno corporativo actual. V. WYMEERSCH, E., “Shareholder after the Crisis”, *Financial Law Institute Working Paper*, nº 12, 2009, págs. 1-21, pág. 12, consultado el 14 de mayo de 2017 en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1524249.

⁸⁴⁵ V. McNULTY, T.; NORDBERG, D., “Ownership, Activism and Engagement: Institutional Investors as Active Owners”, *CGIR*, 24, 3, 2016, págs. 346-358, pág. 350. Sobre estas dos medidas hablaremos al describir los diferentes mecanismos que tienen los inversores institucionales para participar en el seno de la junta general.

3.- Análisis histórico del activismo accionarial, con especial referencia al papel de los inversores institucionales

barrera de contención para algunas de las causas de la crisis financiera.⁸⁴⁶ Es más, en algunos casos incluso los accionistas habían estado apoyando medidas presentadas por el consejo de administración que suponían una excesiva asunción de riesgos (tal y como se describe en la propia Directiva 2017/828 en su 2º Considerando.

Continúa la Directiva 2017/828 exponiendo que en muchos casos el nivel de implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos no es el adecuado y que este suele centrarse demasiado en la rentabilidad a corto plazo. Esta “miopía cortoplacista” parece tener su origen en la desalineación de los intereses entre los propietarios de los activos y sus gestores. Porque aunque los primeros puedan tender, como propietarios, a tener intereses a largo plazo, los gestores de activos son seleccionados y evaluados en función de sus rendimientos a corto plazo (habitualmente cada trimestre) y de la evolución de los índices de mercado. Como son los gestores quienes tienen que ejecutar las políticas de inversión y tienen su enfoque e incentivos centrados en el corto plazo debido a su evaluación constante, la consecuencia es que no van a utilizar sus recursos en adoptar medidas con resultados a largo plazo como puede ser la participación accionarial en las sociedades en las que invierten.⁸⁴⁷

⁸⁴⁶ Los inversores institucionales y los gestores de activos en muchos casos no atienden de forma suficiente al rendimiento real (a largo plazo) de las sociedades en las que invierten, sino que a menudo únicamente toman en consideración las variaciones del precio de las acciones y la estructura de los índices del mercado de capitales. Esto lleva a que se produzca un rendimiento por debajo de su óptimo, es decir, mejorable, para sus clientes o beneficiarios finales además de ejercer mayor presión sobre la cotizada para que se centre en objetivos a corto plazo (ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., págs. 372-373).

⁸⁴⁷ Ya se reconocía la falta de implicación adecuada de los accionistas en el Libro Verde de 2010 de la Comisión Europea sobre el gobierno corporativo en las entidades financieras y las políticas de remuneración (EUROPEAN COMMISSION, *Green Paper – Corporate governance in financial institutions and remuneration policies*, de 2 de junio de 2010, págs. 17 y 18, consultado el 24 de agosto de 2018 en <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0284:FIN:EN:PDF>) y en el Libro Verde de 2011 de la Comisión Europea sobre la normativa de gobierno corporativo de la UE (EUROPEAN COMMISSION, *Green Paper – The EU corporate governance framework*, de 5 de abril de 2011, pág. 12, consultado el 24 de agosto de 2018 en http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf).

En ambos documentos se reconoce que exigir un cierto nivel de transparencia a los inversores institucionales (tanto propietarios como gestores de activos) en referencia a su política de inversión y voto, podría llevar a reactivar el conjunto de los accionistas. Estos análisis serán posteriormente la base de la reforma que se llevó a cabo por la Directiva 2017/828 buscando promover la implicación a largo plazo de los accionistas. Sobre esta cuestión v. ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., pág. 373.

Teniendo estas ideas en consideración y siguiendo la estela marcada por el *UK Stewardship Code* de Reino Unido, con esta reforma, la Unión Europea pretende mejorar la calidad del compromiso entre los gestores de activos y las cotizadas con el objetivo de mejorar los rendimientos a largo plazo para los accionistas con un ajuste de los riesgos adoptados. En esta línea, y particularmente respecto a los inversores institucionales, se incorporan nuevas medidas de transparencia, así como medidas de fomento al ejercicio del derecho de voto transfronterizo. Los inversores institucionales, si bien se reconoce su pasividad en muchos casos, siguen siendo una de las piedras angulares en materia de mejora del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Es por ello por lo que se regula la publicidad de la política de implicación de estos y de los gestores de activos así como la aplicación de esta junto al sentido del ejercicio de los derechos de voto, de forma que permita motivar e impulsar al resto del accionariado.⁸⁴⁸ También deberán hacer pública la manera en que los elementos principales de su estrategia de inversión en capital son coherentes con el perfil y duración de sus pasivos, en particular, respecto de los pasivos a largo plazo, y la manera en que estos contribuyen al rendimiento a medio y largo plazo de sus activos. Por último, deberán hacer pública determinada información de los acuerdos que adopten con los gestores de activos que, en su caso, inviertan en su nombre.⁸⁴⁹

También en el contexto de estos últimos años, no podemos olvidarnos de destacar el papel especial que han jugado (y juegan) los *hedge funds* como inversores institucionales que realizan activismo accionarial, y que han supuesto un verdadero renacimiento del fenómeno. Estos fondos han venido a cubrir el hueco que no habían llenado el resto de inversores institucionales en el activismo accionarial, debido a

⁸⁴⁸ Se plantea como una obligación *comply or explain*, ya que pueden omitir la publicación de la información a la que acabamos de referirnos siempre que aporten una explicación clara y motivada sobre las razones por las que han decidido no cumplir uno o más de estos requisitos (art. 3 *octies* de la Directiva 2007/35/CE introducido por la Directiva 2017/828).

⁸⁴⁹ La información relativa a dicho acuerdo incluirá la forma de incentivar al gestor de activos a adoptar su estrategia o decisiones de inversión y a tomar sus decisiones basándose en evaluaciones de rendimiento financiero y no financiero a medio y largo plazo. Además deberán tratar de ajustar la evaluación del rendimiento del gestor o la remuneración por los servicios con el perfil y la duración de los pasivos, el control de los costes de rotación y la duración del acuerdo (art. 3 *nonies* de la Directiva 2007/35/CE introducido por la Directiva 2017/828).

3.- Análisis histórico del activismo accionarial, con especial referencia al papel de los inversores institucionales

conflictos de intereses y a diversas restricciones en su régimen jurídico.⁸⁵⁰ Así, a principios del siglo XXI, los *hedge funds* se convirtieron en el principal actor del activismo accionarial, basando su estrategia en su capacidad para entrar en el mercado por sorpresa,⁸⁵¹ haciendo todo lo que fuera necesario para relanzar las posiciones inversoras que adquirirían. Algunos autores consideran que parte del éxito de estos inversores lo encontramos en su estructura organizativa y la falta de regulación aplicable a sus operaciones.⁸⁵²

Son varios los trabajos que han estudiado el activismo accionarial de este tipo de inversores institucionales.⁸⁵³ La mayoría de ellos examinan las estrategias que utilizan los

⁸⁵⁰ Los conflictos de intereses generalmente se derivan de las relaciones empresariales entre el inversor institucional y la sociedad que forma parte de su cartera de inversión, circunstancias que a menudo obligan a los inversores institucionales a estar de acuerdo con los administradores y los directivos, incluso aunque entre en conflicto con sus deberes fiduciarios. V. ANABTAWI, I.; STOUT, L. A., “Fiduciary Duties...”, cit., págs. 1285-1286. Un ejemplo podría ser el de una IIC vinculada a un conglomerado financiero, que para no poner en peligro las relaciones de sus clientes con la entidad matriz, habitualmente una entidad de crédito, será cautelosa a la hora de realizar algún tipo de activismo que vaya en contra de los intereses de esta segunda.

Sobre las restricciones legales, la más habitual será la relativa a las obligaciones de diversificación de la cartera y límites a la toma de posiciones de control, a la que nos hemos referido al definir los diferentes tipos de inversores institucionales. Recuérdese que muchas de estas restricciones no son aplicables a los *hedge funds*.

⁸⁵¹ Debido especialmente a los grandes volúmenes de capital que llegaban a manejar. V. RINGE, W.-G., “Shareholder Activism: A Renaissance”, cit., pág. 402.

⁸⁵² Una falta intrínseca de regulación y supervisión pública, ya sea por la falta de normativa propiamente dicha o porque se constituían estos fondos en paraísos fiscales (*offshore jurisdictions*) lo que permitió a los *hedge funds* aumentar su poder de mercado al tiempo que diversificaban sus riesgos mediante la utilización de derivados y el recurso a altos niveles de apalancamiento (EUROPEAN PARLIAMENT (EP POLICY DEPARTMENT ECONOMIC AND SCIENTIFIC POLICY), *The Economic Consequences of Large Shareholder Activism*, 2009, consultado el 20 de mayo de 2018 en [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2009/416245/IPOL-ECON_ET\(2009\)416245_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2009/416245/IPOL-ECON_ET(2009)416245_EN.pdf)).

V. también CHEFFINS, B. R.; ARMOUR, J., “The Past, Present”, cit., pág. 80. Si bien, esta falta de regulación ha ido matizándose con el tiempo, tanto en los Estados Unidos como en Europa (en PALÁ LAGUNA, R., *Los hedge funds...*, cit., págs. 75-88).

⁸⁵³ Muchos autores han estudiado el activismo de los *hedge funds* y si estos verdaderamente contribuyen al incremento de valor a largo plazo. De entre los primeros trabajos, el estudio más completo es el realizado por BRAV, A. P.; JIANG, W.; PARTNOY, F.; THOMPSON, R. B., “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance”, *J. Fin.*, 63, 4, 2008, págs. 1729-1775. En este trabajo se examina una muestra de más de mil ejemplos de activismo realizados por *hedge funds* durante el período 2001-2006. Los autores analizan los objetivos y las tácticas de los *hedge funds* activistas, las características de las sociedades en las que invierte, las reacciones del mercado ante este activismo y los cambios en el rendimiento de la empresa después de la intervención de estos fondos de cobertura. En sus conclusiones,

hedge funds y otros gestores de activos, entre las que destacan la utilización de sus relaciones con los órganos de dirección y de su capacidad de apoyo para llevar a cabo

además de reseñar que el activismo de estos inversores beneficia tanto al resultado de la empresa como al valor de sus acciones, hacen especial mención al hecho de que sus resultados son consistentes con la idea generalizada de que los accionistas informados que realizan acciones de control pueden reducir los costes de agencia en las sociedades en las que participan. Entre los mismos destacan los *hedge funds* que utilizaran una gran variedad de tácticas para conseguir sus objetivos incluso cuando tengan pequeñas participaciones (págs. 1773-1774).

La mayoría de los estudios realizados durante los últimos diez años, al igual que el que acabamos de reseñar, encuentran que el activismo de los *hedge funds* está especialmente vinculado con la obtención de rentabilidades significativamente superiores a las habituales del mercado, así como mejoras operacionales, financieras y relacionadas con el gobierno corporativo de las sociedades que forman parte de su cartera de inversión (BRAV, A. P.; JIANG, W.; KIM, H., “Hedge Fund Activism: A Review”, *Fou. Tren. Fin.*, 4, 3, 2009, págs. 185-246, págs. 190-191). Las únicas excepciones reseñables son, en primer lugar, el trabajo de GREENWOOD, R.; SCHOR, M., “Investor activism and takeovers”, *J. Fin. Econ.*, 92, 3, Elsevier, 2009, págs. 362-375. En este trabajo los autores argumentan que los retornos anormales a corto y largo plazo son consecuencia únicamente por los activos que se venden *ex post*, es decir, sin que se deba al activismo de los *hedge funds*. También indican que no se puede apreciar una mejora en el rendimiento operativo del resto de activos, ni en materia de gobierno corporativo.

También entre los trabajos críticos sobre el papel de los *hedge funds* y los resultados a los que suele hacerse referencia, y de forma más reciente: SUDARSANAM, S.; VITKOVA, V., “Hedging their bets: Do hedge fund activists really contribute to long-term value?”, *EFM*, 44, 2017, págs. 1-48, págs. 11, 29. Para estos autores, las evidencias de mejora en la rentabilidad se basan en medidas de creación de riqueza que no tienen en cuenta el hecho de que las empresas seleccionadas por los *hedge funds* son intrínsecamente diferentes de las empresas que no lo son, por lo que los resultados pueden estar influidos por el propio proceso de selección. Es decir, es posible que los mismos factores que atraen a los *hedge funds* para adquirir una participación en una sociedad, pueden ser también los factores que impulsan el aumento de la rentabilidad observado así como la creación de valor para los accionistas, y no el activismo en sí mismo.

Por otro lado, entre los trabajos recientes que han seguido señalando como positivo el activismo de estos inversores institucionales podemos señalar el de BEBCHUK, L. A. Y OTROS, “The Long-Term Effects...”, cit. En este trabajo, los autores utilizan una muestra de aproximadamente 2.040 acciones anunciadas entre 1994 y 2007 para evaluar los efectos a largo plazo del activismo de los *hedge funds* en el rendimiento financiero y operativo de la empresa. Del resultado obtenido concluyen que hay poca evidencia que respalde la afirmación de que los activistas perjudican el desempeño a largo plazo por su posible miopía cortoplacista.

Fuera del entorno de los Estados Unidos, y en un ámbito internacional, destaca el trabajo de BECHT, M.; FRANKS, J.; GRANT, J.; WAGNER, H. F., “Returns to hedge fund activism: An international study”, *Rev. Fin. Stud.*, 30, 9, 2017, págs. 2933-2971. Los autores de este estudio proporcionan evidencias sobre la incidencia, las características y el rendimiento de las acciones que llevan a cabo los *hedge funds* activistas en diversos países (en total 23 países, entre los que se encuentran representadas las principales economías de Asia, Europa y Norte América, incluida España). Entre los diversos resultados llama la atención que en países como Italia, donde existe una aparente concentración, el activismo de estos inversores es significativo. Mientras que, en el caso de España, estos autores destacan que el nivel de activismo es de los menores de los países analizados, tanto en términos generales como específicamente respecto a los *hedge funds* (*Ibid.* pág. 2940).

3.- Análisis histórico del activismo accionario, con especial referencia al papel de los inversores institucionales

procesos de reestructuración lo que permite mejorar el valor accionario.⁸⁵⁴ A grandes rasgos podemos concluir que la mayoría de los estudios más recientes muestran que la participación de *hedge funds* activistas puede generar beneficios positivos para los accionistas a corto y largo plazo. Aunque es cierto que, tras la crisis que hemos sufrido, los legisladores han preferido optar por dotar de una cierta regulación de estos inversores, de forma que pudieran mitigar algunos casos de abuso o de “miopía cortoplacista” detectados.⁸⁵⁵

En general, salvo la excepción de los *hedge funds* y algún fondo público, no hay mucho activismo entre los inversores institucionales, pero tampoco significa que debamos olvidarnos de ellos. En los Estados Unidos es un hecho que su gran participación en los mercados de valores ha generado que ya no podamos hablar de una estructura accionaria compuesta por un sinnúmero de accionistas individuales dispersos, al poseer los inversores institucionales, de forma conjunta, entre el 60 y el 70% de las acciones de las grandes sociedades cotizadas estadounidenses. Por tanto, cualquier estudio sobre gobierno corporativo deberá tener en cuenta su presencia y la complejidad de su actuación, aunque ya no podamos referirnos a ellos como los adalides del activismo y del gobierno corporativo.

De igual forma, en los países donde tradicionalmente prevalecía la existencia de accionistas de control, con la llegada masiva de inversores extranjeros entraron en estos mercados los accionistas activistas. Este fue el caso, de Alemania, en donde desde el final de la Segunda Guerra Mundial hasta el final del siglo XX solo habían triunfado tres OPAs. Sin embargo, con la llegada de los inversores institucionales se produjo de la adquisición

⁸⁵⁴ En algunas ocasiones llegan a comportarse como entidades de capital riesgo de forma que una única entidad tiene una posición dominante o consigue excluir de negociación a una compañía para poder llevar a cabo una reestructuración radical, teniendo en mente una venta en el futuro de la sociedad o de parte de ella (BECHT, M.; FRANKS, J.; MAYER, C.; ROSSI, S., “Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund”, *Rev. Fin. Stud.*, 23, 3, 2009, págs. 3093-3129, págs. 3096-3097).

⁸⁵⁵ Tras la crisis financiera, las estrategias regulatorias buscan dotar de cierto control a los *hedge funds*. No obstante, no se puede apreciar que alguno de los mecanismos introducidos sirvan para enfocar su actividad como instrumentos de gobierno corporativo. En este sentido, tenemos que hacer referencia a la Directiva AIFMF y a la *Dodd-Frank Act*. Ambas normas se limitan a regular aspectos sobre la supervisión prudencial de las sociedades gestoras de fondos de inversión alternativa, pero sin entrar sobre el fondo, es decir, sobre el ejercicio de sus actividades. V. RINGE, W.-G., “Hedge Funds and Risk-Decoupling: The Empty Voting Problem in the European Union”, *Seattle U. L. Rev.*, 36, 2012, págs. 1027-1115, pág. 1033.

exitosa por Vodafone de la compañía alemana Mannesmann por medio de una OPA en 1999, la cual abriría las puertas a la utilización este tipo de mecanismos en ese mercado.⁸⁵⁶

En general, podemos afirmar que desde la llegada de la crisis financiera de 2008 se ha vuelto a producir un auge del activismo accionarial, especialmente en materias como las retribuciones de los consejeros y los directivos, así como respecto a la elección de los consejeros, gracias también a las recientes modificaciones normativas en estas materias.

En España, a pesar de una elevada presencia de los inversores institucionales en nuestras sociedades cotizadas, el nivel de activismo de estos aun es bajo.⁸⁵⁷ En cierta

⁸⁵⁶ La aceptación de las OPAs como un mecanismo de gobierno corporativo parece que realmente no llegó a la Europa continental hasta que la presencia de inversores institucionales presionó para que así fuera. De hecho, la doctrina se sorprendió especialmente por la pasividad del gobierno alemán frente a la OPA hostil que presentó un adquirente británico (Vodafone) sobre una sociedad alemana (Mannesmann). Parece que ese ejemplo de 1999 demostró el cambio de actitud hacia la utilización de diversos mecanismos de control, particularmente los de mercado (COFFEE, JR., J. C., “The Rise of Dispersed Ownership...”, cit., pág. 21; y más recientemente, RINGE, W.-G., “Shareholder Activism: A Renaissance”, cit., pág. 399).

⁸⁵⁷ Teniendo en cuenta los últimos trabajos empíricos sobre el activismo accionarial que incluyen a España entre sus estadísticas podemos señalar los siguientes estudios: BECHT, M.; FRANKS, J.; GRANT, J.; WAGNER, H. F., “The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study”, *ECGI Working Paper Series in Finance*, n° 402, 2015, págs. 1-63, págs. 37, 54, consultado el 20 de abril de 2016 en <http://ssrn.com/abstract=2376271>. Estos autores señalan que de los resultados obtenidos se puede extraer que es que es poco probable que el activismo de los *hedge funds* en Japón y en España no salga adelante, sin importar cuál sea el objetivo del activista. Aunque en el caso de España el número de acciones sea poco elevado (detectaron 5 en el periodo de tiempo estudiado que fue del año 2000 al 2010, con un porcentaje de activismo por cada 100 sociedades de solamente un 2%, de los más bajos de los países objeto de estudio) Sin embargo, las pocas campañas que se llevan a cabo suelen alcanzar los objetivos planteados.

En un estudio posterior de los mismos autores, se amplió la información sobre el activismo de los *hedge fund* en España indicándose que todas las campañas habían sido iniciadas por instituciones de origen extranjero, en concreto estadounidenses, que poseían alrededor de un 5% del capital social (BECHT, M. Y OTROS, “Returns to hedge fund activism: An international study”, cit., pág. 2939).

También destacamos el trabajo de KATELOUZOU, D., “The Legal Determinants of Shareholder Activism: A Theoretical and Empirical Comparative Analysis”, *King’s College London Law School Research Papers*, No. 2014-8, 2013, págs. 1-67, pág. 46, consultado el 2 de abril de 2017 en <http://www.ssrn.com/abstract=2357547>. En este estudio la autora analiza la actividad de los *hedge funds* durante los años 2000 y 2010, encontrando en su caso solo 3 campañas en España. Mientras que si tenemos en cuenta otros países de nuestro entorno, en Alemania detectó 30, en Francia 25 y en Italia 11.

Aunque esta tendencia está cambiando: así en 2017, según el último informe elaborado por Georgeson y el despacho de abogados Cuatrecasas, las votaciones relativas a las retribuciones de los consejeros fueron de los asuntos que más votos en contra recibieron (más de 22 propuestas recibieron más del 10% del quorum en contra); seguidas de 20 propuestas relativas a la fijación del número de consejeros, su nombramiento o reelección que también recibieron más del 10% de votos en contra, solo teniendo en cuenta las sociedades del Ibex-35 (CUATRECASAS GONÇALVES PEREIRA; GEORGESON, *El Gobierno Corporativo y los Inversores Institucionales*, 2018, pág. 11).

3.- Análisis histórico del activismo accionarial, con especial referencia al papel de los inversores institucionales

medida esto podría ser debido a una considerable presencia de accionistas de control entre nuestras sociedades (especialmente familias e incluso el estado a través del SEPI) o por desconocimiento de nuestro Derecho, ya que la mayoría de los inversores institucionales presentes en nuestro país son de origen extranjero.⁸⁵⁸ Sin embargo, parece que existe un cambio de tendencia, en primer lugar porque la estructura típica de nuestras sociedades cotizadas cada vez presenta un mayor porcentaje de capital flotante (*free float*) y por tanto poco a poco va moderándose la presencia de accionistas de control.⁸⁵⁹ Aunque el incremento de su participación también nos hace nos hace plantearnos si es posible que algunos inversores institucionales, aquellos que no cuentan con límites estrictos en la

⁸⁵⁸ Las últimas cifras respecto a la composición del accionariado de las sociedades cotizadas españolas situaba el porcentaje de inversores extranjeros en 43,1% para el 2016, mientras que los inversores institucionales de origen español, es decir, bancos, IICs, entidades aseguradoras y otros, es solo de un 10,4% (BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), *Informe de Mercado 2017*, cit.).

⁸⁵⁹ Teniendo en cuenta los datos del último informe de la BME se está transformando la estructura accionarial de las sociedades cotizadas hacia un modelo más anglosajón con un capital más disperso (al menos respecto a las sociedades del índice Ibex-35) y una menor dependencia de la financiación bancaria. En concreto, la financiación bancaria actualmente solo en un tercio de los pasivos financieros de las grandes cotizadas (BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), “Financiación de las grandes cotizadas - Informe 2017”, cit.).

En términos generales podemos señalar que el promedio de *free float* de las sociedades del Ibex-35 ha pasado de un 63,18% en 2013 a un 66,28% en 2017 (CUATRECASAS GONÇALVES PEREIRA; GEORGESON, *El Gobierno Corporativo y los Inversores Institucionales*, cit., pág. 18). Sin duda hay casos excepcionales, como es el caso de Inditex cuyo fundador posee más del 50%, teniendo un capital flotante de menos del 30%; Endesa, donde Enel tiene el 70% de su capital o de Bankia la cual a 31 de diciembre de 2017, su principal accionista era BFA Tenedora de Acciones con un 60% de participación, la cual está a su vez controlada al 100% por el FROB. Por otro lado tenemos los casos del Banco Santander (81%), Telefónica (79%), Iberdrola (82%), BBVA (83%) o Amadeus (79%) con altos porcentajes de capital flotante o situaciones intermedias como CaixaBank con un capital flotante de un 40%, teniendo Critería Caixa un 58% de las participaciones. La tendencia en los últimos años, salvo casos puntuales, parece dirigirse hacia un cada vez mayor porcentaje de *free float* (los datos han sido extraídos de los IAGC de dichas compañías).

Algunos inversores institucionales comienzan a tener participaciones significativas o incluso un puesto en el consejo de administración. En este punto destacan Blackrock que tiene participaciones significativas en 14 de las sociedades del Ibex-35; Norges Bank, el banco central de Noruega, que está presente en 8 sociedades cotizadas del Ibex-35; o Invesco Ltd., en 6 sociedades cotizadas del Ibex-35. Ninguno de estos inversores institucionales tiene representación en el consejo de administración. También hay presencia de inversores institucionales nacionales, así destaca la participación significativa de CaixaBank en 5 sociedades cotizadas del Ibex-35 y con consejeros dominicales en Gas Natural (4 consejeros a través de Critería Caixa), Repsol (2 consejeros) y Telefónica (1 consejero). También es reseñable la presencia de Corporación Financiera Alba, sociedad de inversiones que depende de Banca March, con participación significativa en 4 sociedades del Ibex-35 y con consejeros dominicales nombrados por ella en Acerinox (3 consejeros), Indra (2 consejeros) y Viscofan (1 consejero). Estos datos han sido extraídos de los diferentes IAGC de las compañías que conforman el Ibex-35, y que pueden consultarse en <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/EE/BusquedaIGC.aspx>.

diversificación de sus carteras, estén dejando la titularidad de pequeñas participaciones, para poco a poco convertirse en accionistas de control, con las consecuencias que esto puede suponer.⁸⁶⁰

Sobre los cambios en la estructura accionarial de las sociedades cotizadas, también influye la llegada masiva de *hedge funds* que analizan con mayor detenimiento la conducta de las cotizadas españolas y, por otro lado, también influye que la presencia de inversores extranjeros podemos considerarla consolidada, por lo que muchos de ellos ya empiezan a adaptarse a nuestro sistema normativo.⁸⁶¹

A continuación, una vez analizada la evolución histórica debemos precisar que no se debe caer en el error de generalizar en cuestiones de activismo accionarial. Como hemos visto de forma resumida en estas líneas, existen multitud de perfiles accionariales entre los diversos tipos de inversores institucionales y de los accionistas en general.⁸⁶²

⁸⁶⁰ Estas mismas dudas se las planteaba WELLS en el contexto de los Estados Unidos (WELLS, H., “Shareholder power in America...”, cit., págs. 13, 27). En este trabajo el autor se centra especialmente en averiguar, mediante un análisis histórico, cuál es el poder que han alcanzado los inversores institucionales a través del tiempo y, sobre todo, contra quién ejercen en el siglo XXI ese poder (si sigue siendo contra los administradores). Algunos autores tratan de responder a esta última cuestión afirmando que sí, y que es gracias a esta reactivación de algunos inversores institucionales, especialmente en el caso de los *hedge funds*, que luchan por ejercer el control societario, que la separación entre los accionistas y los administradores está cada vez más cerca de cerrarse. Aunque para que esto pueda mantenerse en el tiempo la legislación debe ser favorable para el ejercicio de los derechos de los accionistas (V. KAHAN, M.; ROCK, E. B., “Embattled CEOs”, *Tex. L. Rev.*, 88, 2010, págs. 987-1051, págs. 995-1005, 1013).

⁸⁶¹ Especialmente gracias a la tendencia armonizadora a impulsos de la Unión Europea con visos a conseguir un mercado de capitales único. En concreto, la Unión del Mercado de Capitales es uno de los objetivos prioritarios de la Unión Europea. Con esta Unión será más fácil canalizar los fondos provenientes de los ahorradores, las empresas y los estados de la Unión Europea, incluso los capitales que accedan a la Unión provenientes del resto del mundo, y para cubrir las necesidades de financiación en toda la Unión a través de los diversos intermediarios financieros. Sobre esta cuestión v. MUÑOZ PÉREZ, A. F., “La Unión Europea...”, cit.

⁸⁶² RINGE añade en apoyo a la mencionada heterogeneidad entre los diversos tipos de activismo y de activistas otros dos argumentos por los que hay que tratar de evitar las habituales tendencias a generalizar. Así, hay que tener en cuenta que la importancia y el efecto del activismo de estos accionistas y de los beneficios económicos vinculados a ellos, dependerán también en gran medida de la estructura accionarial predominante bajo la cual operan. Por último, también recuerda que nos encontramos ante una suerte de renacimiento del activismo accionarial que se ha producido a raíz del impulso de los *hedge funds*, especialmente después de la crisis financiera mundial. Aspecto que no hace sino incidir en que el activismo es solo una cuestión natural en ciertos inversores. V. RINGE, W.-G., “Shareholder Activism: A Renaissance”, cit., págs. 388-389.

3.- Análisis histórico del activismo accionarial, con especial referencia al papel de los inversores institucionales

Cada uno de ellos será más o menos activo dentro de sus posibilidades y utilizará los métodos de activismo que mejor se ajusten a sus necesidades.⁸⁶³

Ahora bien, no se debe pecar de idealista, como fueron durante años parte de la doctrina y los propios legisladores. Los inversores institucionales no son la panacea de todos los males que sufre el gobierno corporativo de las grandes sociedades, ni van a eliminar de forma definitiva los problemas de agencia entre los accionistas y los administradores. Pero ni ellos ni ninguna fórmula mágica.⁸⁶⁴ El camino pasa por intentar encontrar el equilibrio entre las diversas medidas que se tienen al alcance de los accionistas, sean estos institucionales o no.⁸⁶⁵

⁸⁶³ CHEFFINS, B. R.; ARMOUR, J., “The Past, Present”, cit., págs. 54-55.

⁸⁶⁴ Igual que durante la década de los 80 algunos pensaron que la OPAs hostiles era esa “poción mágica”, se desplazó posteriormente la atención hacia los inversores institucionales, en donde se ha mantenido, de forma intermitente, desde entonces, a pesar de las múltiples muestras de que no era una solución completa para los problemas referidos. V. ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., págs. 364-365.

⁸⁶⁵ Aunque al principio la doctrina creía que los *hedge funds* eran parte de ese grupo, han sido varios los trabajos que han demostrado que muchos de ellos no sufren de la llamada “miopía” cortoplacista (BEBCHUK, L. A. Y OTROS, “The Long-Term Effects...”, cit., pág. 1087 y 1152). Estos autores también reconocen que puede haber influido la tendencia regulatoria sobre este tipo de inversores en los últimos años, lo que haya mitigado ese posible efecto. Como puede ser el caso de la AIFMD que ad.ex. ha tratado de limitar la remuneración orientada a los resultados a corto plazo, en particular en su Anexo II en donde se detallan los principios relativos a las remuneraciones. De igual forma, la EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD*, de 3 de julio de 2013, consultado el 13 de septiembre de 2018 en https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/11/2013-232_aifmd_guidelines_on_remuneration_-_en.pdf, también recoge una serie de criterios en relación a la remuneración de los gestores. V. PALÁ LAGUNA, R., *Los hedge funds...*, cit., pág. 203 y ss.

En esta línea también tratan de desmontar la creencia de esa visión generalizada del cortoplacismo de los *hedge funds*: GANTCHEV, N., “The costs of shareholder...”, cit., pág. 621; KATELOUZOU, D., “Myths and Realities of Hedge”, cit., págs. 472-474. Otros autores lo que hacen es señalar que dependerá del tipo de *hedge fund* de que se trate, v. COFFEE, JR., J. C.; PALIA, D., “The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications”, *ECGI Working Paper Series in Law*, n° 266, 2014, págs. 1-89, pág. 7, consultado el 2 de abril de 2017 en https://papers.ssrn.com/abstract_id=2291577.

En nuestro entorno, algunos de los primeros trabajos en tratar esta cuestión, al igual que al principio en los Estados Unidos, también consideraron que los *hedge fund* eran principalmente entidades centradas en el corto plazo y con un activismo demasiado agresivo, V. GARCÍA MARTÍNEZ, L. M., “La influencia de la inversión...”, cit., pág. 8; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.; TAPIA HERMIDA, A. J., “Fondos de inversión...”, cit., pág. 42. Más recientemente, en la misma línea de considerar que los *hedge funds* son inversores activistas agresivos y únicamente cortoplacistas, v. FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, Madrid, 2017, págs. 155-157.

4.- Diversos niveles de activismo de los inversores institucionales

Entender el rol que juegan los inversores institucionales en las sociedades cotizadas es imprescindible para poder prever las prácticas de mercado y realizar una regulación adecuada. Como ya hemos indicado al hablar del gobierno corporativo en el capítulo anterior, las relaciones que se producen entre los principales actores de la sociedad cotizada (accionistas, administradores y directivos) afectan a la toma de decisiones societarias y, en última instancia, al rendimiento económico de la propia compañía.⁸⁶⁶

En este contexto, la aparición de los inversores institucionales ha tenido, como ya sabemos, una especial influencia en la composición de las sociedades en las que participan. En los Estados Unidos ha provocado concentraciones accionariales, mientras que en España, y otros países de nuestro entorno, ha provocado una reducción de los grandes bloques accionariales que solían tener accionistas particulares o familias. En especial, en el primer caso, el tener un mayor porcentaje de participación también ha ayudado a que los inversores institucionales fueran más activos en su papel como accionistas.⁸⁶⁷

Sin embargo, no podemos extender esta afirmación a la totalidad de los inversores institucionales, ya que no son todos iguales ni actúan todos de la misma manera. Tienen distintos tipos propietarios (accionistas, clientes, participes o beneficiarios), motivaciones económicas diversas así como el hecho que actúan en diferentes contextos políticos. Es más, en la mayoría de los casos incluso están sometidos a una legislación diversa con diferentes restricciones a la hora de invertir. Es por ello por lo que podemos encontrar a algunos inversores institucionales que han adoptado una política pasiva respecto a sus inversiones, mientras que otros tienen una actitud más activa.⁸⁶⁸

⁸⁶⁶ RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit. En este libro, el autor examina el activismo accionarial de los inversores institucionales y el efecto de este activismo en el desempeño de sus carteras.

⁸⁶⁷ Ya anticipaba estos cambios en el entorno anglosajón y en nuestro entorno, RONCERO SÁNCHEZ, A., “Los inversores institucionales...”, cit., págs. 673-679.

⁸⁶⁸ RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., págs. 1-2.

4.1.- Justificación teórica sobre el activismo accionarial de algunos inversores institucionales

A la hora de tratar de dar una explicación a cómo ha influido la mayor presencia y participación de los inversores institucionales en términos absolutos, la mayoría de los autores tratan de utilizar la clásica teoría de agencia. Según esta teoría, los accionistas de la sociedad, en su calidad de titulares de las acciones, deberían ejercer el control sobre el órgano de administración; sin embargo, las numerosas barreras tanto económicas como legales hacen que esta conducta no sea eficiente económicamente y acaba produciéndose la conocida “apatía racional”.⁸⁶⁹

Como consecuencia de la incorporación de la condición de socio a los títulos valores de acuerdo con la configuración clásica de la teoría general sobre títulos-valores, que son negociados en los mercados organizados, la condición de propietario no ofrece a los pequeños accionistas las condiciones suficientes para ejercer sus derechos, sino que solo les sirve como mera inversión basada en la liquidez y la rentabilidad que esta ofrece.⁸⁷⁰ No hay que olvidar que el control y supervisión del órgano de administración,

⁸⁶⁹ La conducta que tienen los accionistas, dueños de la sociedad, que a pesar de su titularidad, no ejercen sus facultades dominicales, lo que produce cierta perplejidad, ha sido estudiada por la doctrina muy ampliamente. Así, ad.ex., sobre los problemas de agencia y los costes asociados a los problemas de acción colectiva v. FISCH, J. E., “Relationship investing...”, cit., pág. 1015 y ss.

En nuestra doctrina, y para tratar el caso concreto de los inversores institucionales, nos podemos referir al análisis que hacen sobre la apatía racional RONCERO SÁNCHEZ, A., “Los inversores institucionales...”, cit., pág. 678 y ss.; TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 48-52. De forma más amplia, ESTEBAN VELASCO, G., *El poder de decisión en las sociedades anónimas: derecho europeo y reforma del derecho español*, Civitas, Madrid, 1982, pág. 454 y ss.

⁸⁷⁰ La conducta apática que esta situación genera no es más que el resultado racional de analizar los costes aparejados al ejercicio de los derechos de forma individual (incluso, solo recabar la información suficiente para emitir el voto correctamente tendría costes), costes por los que estos preferirán no votar, votar a favor de las propuestas del órgano de administración o directamente “votar con los pies”, tal y como dicta la *Wall Street Rule* (TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 48-49).

Para el caso concreto del análisis de los costes asociados al ejercicio del control efectivo por parte de los accionistas a través del proceso de votación, y en particular sobre de la decisión de voto, v. BEBCHUK, L. A., “Limiting contractual freedom in Corporate Law: The desirable constraints on charter amendments”, *Harv. L. Rev.*, 102, 1989, págs. 1820-1860, pág. 1837.

si bien es la forma más directa de reducir los costes de agencia y de mejorar el desarrollo de la sociedad, no es gratuito.⁸⁷¹

Algunos autores, teniendo en cuenta estos principios, veían en los inversores institucionales, con unos porcentajes de participación conjuntos y conocimientos técnicos mayores, unos accionistas capaces de superar dicha apatía. De esta forma, a pesar de las limitaciones existentes para su participación, algunos habrían conseguido actuar como control de la administración e influir en algunas de las operaciones societarias que la dirección lleva a cabo.⁸⁷²

Sin embargo, la realidad no es tan sencilla, y es que la gran mayoría de los inversores institucionales contratan a gestores de fondos externos,⁸⁷³ lo que crea a su vez una situación de “agentes vigilando a agentes que vigilan a agentes” (*agents watching agents watching agents*) o problemas de agencia de segundo o incluso de tercer nivel según la denominación que utiliza TRÍAS SAGNIER.⁸⁷⁴ Por tanto, también habrá que desviar parte de la atención hacia estos gestores de fondos como un factor determinante respecto al activismo accionarial institucional, especialmente respecto a la relación que existe entre ellos y los inversores institucionales.⁸⁷⁵

⁸⁷¹ FISCH, J. E., “Relationship investing...”, cit., págs. 1015-1016. El simple ejercicio del derecho de voto informado requiere invertir tiempo y el mismo será considerado también como un recurso limitado para los inversores institucionales (BLACK, B. S., “Shareholder Passivity Reexamined”, cit., pág. 527).

⁸⁷² Con la llegada de los fondos de pensiones y de inversión con unas carteras de inversión más estables y con participaciones en algunos casos significativas, empezaron a surgir algunos inversores institucionales que se implicaban activamente en materias de gobierno corporativo. Entre otros, BARNARD, J. W., “Institutional investors and...”, cit., pág. 1151.

La argumentación relativa a que estos inversores tenían un conocimiento técnico superior fue rápidamente rebatida por la doctrina, ya que los gestores de estos inversores institucionales tienen muchos conocimientos financieros, pero probablemente no tienen conocimientos relativos a la administración de empresas y mucho menos en todos los sectores que manejan en su cartera. V. TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 230.

⁸⁷³ A finales del siglo XX más de un 54% de los inversores institucionales son gestionados de forma externa por gestores de activos (dato de RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., pág. 4).

⁸⁷⁴ V. TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 274 y ss.

⁸⁷⁵ En esta tesis hemos incluido a los gestores de fondos externos como inversores institucionales en sí mismos, de forma que no hay diferencias en materia de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas que forman parte de su cartera, ya sea de aquellos inversores institucionales que se autogestionan como de los que confían su gestión a gestores profesionales externos. Obviamente, en el segundo caso la cadena hasta llegar a los *beneficial owners* de las acciones será más larga, pero en resumen, en ambos casos nos encontramos con unas acciones que son administradas por un inversor institucional que recoge

Otros autores consideran que la teoría de agencia no es suficiente para explicar por qué algunos inversores institucionales sí que son activos. Otras teorías que se pueden aplicar para tratar de explicar este fenómeno son la teoría del comportamiento electoral (*constituency theory*)⁸⁷⁶ y la teoría de la administración empresarial (*stewardship theory*).⁸⁷⁷ Ambas teorías señalan que los administradores de la sociedad buscan

conjuntamente las participaciones de varios clientes o beneficiarios, los cuales serán los dueños últimos de las acciones.

⁸⁷⁶ La *constituency theory* (que podemos traducir como teoría del comportamiento electoral) hace referencia a una Escuela de gobierno corporativo que ve a las sociedades como sistemas compuestos por diversos sujetos interesados en el funcionamiento de la sociedad (*stakeholder*) englobados dentro de un sistema social superior. Según la teoría del comportamiento electoral, el objetivo de la sociedad será crear riqueza o valor para todos sus accionistas (*constituents*) y demás sujetos interesados en la sociedad. Encontramos su desarrollo tras la época de eclosión de las OPAs como mecanismo de control a finales de la década de los 80, debido a los perjuicios que podían llegar a causar las OPAs hostiles. En esos momentos, el modelo tradicional de maximización de la riqueza de los accionistas dejó de ser suficiente para mantener la continuidad de las sociedades (ad.ex. se daban casos de compañías altamente apalancadas para tratar de repartir los máximos dividendos a sus accionistas y así evitar el lanzamiento de una OPA por tener accionistas descontentos). V. MITCHELL, L. E., “A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes”, *Tex. L. Rev.*, 70, 3, 1992, págs. 579-643, págs. 630-643.

En esta línea, BLAIR, M. M.; STOUT, L. A., “Team Production Theory of Corporate Law”, *Va. L. Rev.*, 85, 2, 1999, págs. 248-328, pág. 253, se centran en lo que denominan la “teoría del equipo productivo”, incluida a su vez en la *constituency theory*. Consideran que la regulación societaria debe exigir a los directivos y administradores que actúen no solo pensando en los intereses de los accionistas, sino también en los de los empleados, consumidores, acreedores y otras partes interesadas corporativas (*stakeholders*, sobre los que también hemos hablado en el capítulo anterior) esto es, todos aquellos sujetos que son parte del proceso productivo y de aumento de la riqueza. Así se afirma que los accionistas y los *stakeholders* deberían tener voz en el proceso de toma de decisiones corporativas, creando alianzas entre ellos y con los principales directivos (V. PORTER, M. E., “Capital choices: Changing the way America invests in industry”, *JACF*, 5, 2, 1992, págs. 4-16, págs. 5, 8). El citado autor también señala que a la hora de regular cuestiones de gobierno corporativo se debería escuchar no solo a los directivos de las sociedades, sino también a los inversores institucionales.

⁸⁷⁷ En cuanto a la *stewardship theory* o teoría de la administración empresarial, esta considera que los administradores, por sí solos, actuarán como responsables de los activos que controlan. La base teórica de esta teoría no es económica sino psicológica, y parte del análisis de aquellas situaciones en las que los administradores tienen la motivación de actuar en el mejor interés de sus principales, sin que sean necesario estímulos externos, simplemente por su deseo de actuar correctamente (DAVIS, J. H.; SCHOORMAN, F. D.; DONALDSON, L., “Toward a Stewardship Theory of Management”, *Acad. Manag. Rev.*, 22, 1, 1997, págs. 20-47, págs. 24-27).

Es una interpretación alternativa a la clásica teoría de agencia, en la cual se supone que los administradores actúan en su propio interés a expensas de los accionistas. Según la teoría de agencia, si no se establecen las estructuras de gobierno corporativo adecuadas los intereses de los accionistas se verán siempre relegados (ad.ex. en la obra clásica sobre teoría de agencia, JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H., “Theory of the firm...”, cit., pág. 313, 323 y 357).

Sin embargo, en la teoría de la administración empresarial (*stewardship theory*), se considera que los administradores no son oportunistas y quieren desempeñar correctamente las funciones asociadas a su

maximizar el rendimiento societario total, frente a la concepción clásica de la teoría de agencia por la que los administradores por defecto trabajarán en su propio interés. Si atendemos a estas visiones alternativas, podríamos afirmar que ante unos menores costes y barreras de entrada se podrían justificar las actuaciones que llevan a cabo algunos inversores institucionales. Sin embargo, creemos que estos marcos teóricos alternativos no son suficientes para explicar todas las cuestiones relativas al gobierno corporativo, por lo que parece más razonable considerarlas mejor como un complemento de la teoría de agencia.⁸⁷⁸

En cualquier caso, estas no son las únicas teorías que tratan de dar una explicación al mayor o menor nivel de activismo accionarial de algunos inversores institucionales. También tradicionalmente se ha considerado importante analizar la eficacia del sistema político en esta cuestión. Así, el Prof. ROE expone que los sistemas de gobierno de las sociedades cotizadas son el resultado directo de las políticas aplicadas por el legislador (el sistema político en su conjunto) y no del tráfico empresarial como tradicionalmente se considera.⁸⁷⁹ De esta forma, se postula que la legislación limita las actuaciones de los

cargo, sin que existan problemas intrínsecos de motivación. La cuestión a responder es qué estructura organizativa permitirá que los administradores desarrollen e implementen los mejores planes empresariales. En cambio, en la teoría de agencia se busca asegurar la motivación de los administradores mediante de ciertos mecanismos con el objeto de reducir los costes de agencia, incluida la remuneración ejecutiva, los niveles de beneficios y también los esquemas de incentivos de los gestores al recompensarlos financieramente u ofrecer acciones (*stock options*) de forma que se consigan alinear los intereses financieros de los administradores y directivos, motivándolos para a un mejor desempeño. (DONALDSON, L.; DAVIS, J. H., "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Aust. J. Manag.*, 16, 1, 1991, págs. 49-64, págs. 51-52).

⁸⁷⁸ La aplicación de estas dos teorías alternativas conjuntamente con la visión economicista tradicional (teoría de agencia), es el punto de partida para el análisis de la posición de los inversores institucionales en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas estadounidenses de RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., págs. 7-18.

⁸⁷⁹ Es decir, podríamos pensar entonces que el activismo accionarial no es fruto del funcionamiento del mercado de valores, incluyendo un aumento en la capitalización de los activos de los inversores institucionales o un mejor rendimiento que lleve a un mayor número de inversores individuales a poner sus ahorros en estos instrumentos. Sino que estaría provocado por el establecimiento de normas que han llevado a estas circunstancias, como puede ser la regulación de ERISA para explicar el desarrollo de los fondos de pensiones.

Hay que mencionar que el Prof. ROE opina que las medidas regulatorias consideradas de forma individual no pueden tener un efecto determinante, sino que debería tomarse en consideración el conjunto completo. V. ROE, M. J., *Strong Managers, Weak Owners...*, cit., págs. 48-49, 233-234. Así, en su opinión, los sistemas federales y con menor presencia de movimientos socialdemócratas tenderán a estructuras accionariales menos concentradas, mientras que los sistemas más tendentes hacia la socialdemocracia, debido a su mayor rigidez tenderán a presentar mayor concentración en las sociedades.

inversores institucionales y la efectividad de su activismo. En esa misma línea, otro sector doctrinal consideraba que la regulación existente es la que limita la expansión y generalización del activismo accionario de los inversores institucionales⁸⁸⁰.

4.2.- Justificación teórica sobre la apatía racional de algunos inversores institucionales

De todas formas, la participación activa solo se produce respecto a un número limitado de inversores institucionales, continuando la mayoría de ellos, especialmente los de menor tamaño, siendo principalmente pasivos y apáticos. Este dato nos hace dudar sobre si es suficiente con la teoría de agencia, junto al resto de teorías que acabamos de exponer en la sección anterior, para explicar la forma de actuar de estos accionistas.⁸⁸¹

Entre las diversas razones por las que muchos de los inversores institucionales actúan prácticamente igual que los accionistas minoritarios, podemos señalar, en primer lugar, la excesiva regulación a la que están sometidos. Esta les lleva a tener participaciones que individualmente consideradas no son suficientes para superar la apatía racional (ad.ex., por las limitaciones que introducen las obligaciones de diversificación)⁸⁸² o porque su activismo conjunto está desincentivado por diversas

Sin embargo, esta teoría no permite explicar el proceso de concentración que lleva años produciéndose en los Estados Unidos (GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 46). El autor expone que el sistema de este país sigue siendo federal y con menores rasgos socialdemócratas que otros países de su entorno; sin embargo, desde 1929, cuando se alcanzó el mayor porcentaje de dispersión accionarial, se ha tendido hacia la concentración de las participaciones accionariales.

⁸⁸⁰ Los Profs. BLACK Y COFFEE JR. trataron también de aportar luz sobre el papel que juega el ordenamiento en la pasividad de gran parte de las entidades aseguradoras y entidades bancarias estadounidenses. Señalaban que la regulación en los Estados Unidos respecto a estas entidades desincentivaba o directamente prohibía alcanzar participaciones significativas en las cotizadas. Sin embargo, esto explicaría solo parte de la pasividad de algunos de los tipos de inversores institucionales, ya que si tenemos en cuenta que, entre otros, en el Reino Unido a finales del siglo pasado las entidades bancarias y aseguradoras no contaban una regulación tan restrictiva como la de los Estados Unidos y, aun así, tampoco tenían grandes porcentajes de participación ni eran muy activas societariamente. Para saber más sobre este estudio, v. BLACK, B. S.; COFFEE, JR., J. C., "Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation", *Mich. L. Rev.*, 92, 1994, págs. 1997-2087, págs. 2079-2084.

⁸⁸¹ La teoría de agencia ha sido el paradigma predominante para el estudio de gobierno corporativo, sin embargo, esta solo proporciona una imagen incompleta, que no puede explicar los movimientos sociales que van más allá de los ejercicios de supervisión y control. V. DAVIS, G. F.; THOMPSON, T. A., "A Social Movement Perspective on Corporate Control", cit., págs. 145-146, 169-171.

⁸⁸² Debido a las restricciones legales que pesan sobre algunas clases de inversores institucionales, estos no pueden alcanzar de forma individual porcentajes de control. Existen restricciones sobre la propiedad

normas de la regulación del mercado de valores. Ambos motivos harían referencia a los sistemas normativos como causa de esta falta de activismo.⁸⁸³

No obstante, esa no es la única explicación para este fenómeno, y es que es muy probable que por muchas reformas legales que se sucedan, algunos inversores institucionales continuaran sin “reactivarse”. No hay que olvidar que los inversores institucionales son un grupo heterogéneo, con diferentes objetivos, normativas sectoriales y, por qué no decirlo, tamaños de cartera de inversión distintos.⁸⁸⁴ Solo para aquellos casos en los que los inversores tienen una participación poco relevante, la clásica teoría de agencia si podría ayudar a explicar, al menos en parte, el porqué de la pasividad de esos inversores institucionales, ya que, en cierto modo, estaríamos hablando de inversores institucionales que en poco distarían del resto de accionistas individuales dispersos, teniendo en muchos casos participaciones individuales no significativas.

Como hemos visto en el epígrafe anterior, el propio desarrollo histórico del activismo accionarial está especialmente influido tanto por la normativa como por las estructuras de propiedad habituales del entorno en el que operan y por las condiciones de los mercados financieros.⁸⁸⁵ Estas condiciones son en parte las que llevan a generar la ya

concentrada, requisitos fiduciarios que fomentan una amplia diversificación y un alto grado de liquidez, de ahí que estos inversores suelen tener carteras con pequeñas participaciones en cientos, si no miles, de empresas. V. BLACK, B. S., “Shareholder Passivity Reexamined”, cit., pág. 530; PORTER, M. E., “Capital choices...”, cit., pág. 8.

Estas reglas de diversificación, llevan, como es lógico, a que en muchos casos su cartera de inversión esté formada por una pluralidad de compañías pertenecientes a multitud de sectores y ámbitos geográficos distintos. De forma que a la hora de ejercer, ad.ex., el derecho de voto en las juntas generales, que además se suele producir en casi todas las sociedades al mismo tiempo, los inversores institucionales no tengan los recursos suficientes para poder ejercerlos de forma correcta. V. CUATRECASAS GONÇALVES PEREIRA; GEORGESON, *El Gobierno Corporativo y los Inversores Institucionales*, cit., pág. 70.

⁸⁸³ Sobre la hipótesis de una excesiva regulación como una de las causas de la pasividad de los inversores institucionales v. ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., págs. 370-371.

⁸⁸⁴ Algunos inversores institucionales pueden llegar a tener miles de paquetes de pequeños activos en su cartera de inversión. En esos casos ocurre con no poca frecuencia que es más eficiente económicamente para ellos desinvertir cuando la rentabilidad no es la deseada que plantearse ejercer los derechos de forma meditada y consciente.

⁸⁸⁵ La normativa, la estructura accionarial y las condiciones del mercado a menudo han tenido un doble impacto en el activismo accionarial. Por una parte, actuando como elemento disuasorio, como hemos venido indicando, ad.ex., al levantar obstáculos con el fin de impedir que los inversores obtengan participaciones mayoritarias en empresas. Por otro lado, la propia regulación también ha servido en ocasiones para facilitar el activismo accionarial, entre otros, al regular el acceso a la información o la

mencionada heterogeneidad de los inversores institucionales. A ello también se refiere la teoría del *path dependence* (evolución histórica o trayectorias dependientes) del Derecho anglosajón, que aplicado a esta cuestión vendría a destacar la influencia que tiene la evolución histórica en el propio comportamiento de los inversores institucionales.⁸⁸⁶ Según este modelo, la propia evolución histórica y las normas que se han ido aprobando respecto a cada tipo de instituciones, han provocado que surgieran diferentes tipos y que cada uno de ellos actúe de forma diferente. Por lo que no hay que olvidar este aspecto a la hora de plantear posibles modificaciones a su régimen jurídico.⁸⁸⁷

Podemos, por tanto, afirmar que el comportamiento de los inversores institucionales estará especialmente influido por cómo históricamente se ha regulado cada clase de ellos.

posibilidad de votar telemáticamente. V. RINGE, W.-G., “Shareholder Activism: A Renaissance”, cit., pág. 396.

⁸⁸⁶ El modelo de trayectorias dependientes explica el porqué de un resultado de un proceso, basándose en que es fruto de una secuencia de decisiones a lo largo del tiempo y no únicamente de las condiciones presentes en el momento del análisis. Esta teoría se basa en la importancia del pasado para explicar el presente: la normativa actual no es más que la acumulación de una serie de decisiones. Según ROE, este modelo también supone una crítica al clásico modelo de BERLE Y MEANS por cuanto explicaría que la separación entre la propiedad y el control y los diferentes modelos de estructura accionarial, son fruto del desarrollo económico de la época y no únicamente un problema de agencia. V. ROE, M. J., “Chaos and evolution in Law and economics”, *Harv. L. Rev.*, 109, 1996, págs. 641-668, págs. 653-660.

Esta concepción más histórica que dogmática del Derecho mercantil fue introducida hace ya varias décadas en nuestro Derecho por RUBIO GARCÍA-MINA, J., “Sobre el concepto de derecho mercantil”, *RDM*, 12, 1947, págs. 317-380, pág. 322, el cual consideraba el Derecho mercantil como el producto de un proceso evolutivo. Se trataba de la respuesta al trabajo publicado en el número anterior de la mencionada Revista, CONDE GARCÍA, F. J., “La transformación del Derecho patrimonial en la época del capitalismo”, *RDM*, 11, 1947, págs. 167-190, el cual, por su parte, defendía una visión más conceptual y dogmática del Derecho mercantil. En la misma línea que el Prof. RUBIO, unos años después también hablaría de la consideración histórica del Derecho mercantil y económico, SANTOS MARTÍNEZ, V., “Derecho económico y Derecho mercantil”, *AAD*, 2, 1978, págs. 37-70, págs. 41-44.

⁸⁸⁷ GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 43-44. Según este autor, la “inercia histórica” (que es como traduce este concepto, nosotros hemos preferido utilizar una expresión más similar a la anglosajona *path dependance*, “evolución histórica” y también bastante extendida, para referirnos al proceso de acumulación que se produce en el Derecho a lo largo del tiempo) nos permite entender porque un sistema normativo es como es y porqué surgen ciertas reticencias a la hora de plantear modificaciones y cambios en el sistema normativo, en especial cuando se quiere modificar los comportamientos de los inversores institucionales.

Algunos autores van más allá y, no sin razón, señalan que no solo se debe tener en cuenta la evolución de la regulación, sino las tradiciones sociales y culturales. Esto también permitiría entender por qué no es posible aplicar sin más la normativa de un país en otro, ya que la regulación actual es fruto no solo de las tradiciones jurídicas, sino del conjunto de tradiciones del país. V. GONDRA ROMERO, J. M., “100 Años de...”, cit., págs. 654-655. En especial sobre los obstáculos para una posible convergencia entre sistemas normativos, v. HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R., “The End of History for Corporate Law”, cit., págs. 55-57.

Esto explicaría por qué cada tipo de inversor institucional tiene diferentes formas de organizarse internamente, incluyendo el tipo de capital humano que contrata o que les asesora; o por qué plantean las inversiones con diferentes objetivos y horizontes temporales, entre otras cuestiones.⁸⁸⁸ De forma que, cuando unos inversores institucionales tienen una visión a mayor plazo o son más activistas, es principalmente debido a su regulación histórica, a su *path dependence*.

Además de la heterogeneidad y la regulación en ocasiones excesiva (pero necesaria quizá en todo caso), existen también otras causas para esta pasividad como es la falta de incentivos adecuados. Respecto a esta, no hay que olvidar que los inversores institucionales son en su mayoría intermediarios financieros que compiten entre sí por captar los ahorros de los pequeños inversores. Es por ello por lo que, muchos de ellos, especialmente los que manejan mayor volumen de capitales, ofrecen a sus clientes una inversión diversificada con pocos costes, habitualmente mediante el seguimiento de índices bursátiles o carteras equivalentes y no una política vinculada al activismo accionarial.⁸⁸⁹ También analizando la falta de incentivos podemos señalar que entra en juego el problema de los *free riders*, ya que, si bien los costes asociados al activismo los sufre únicamente el accionista que lleva a cabo la campaña, los beneficios son aprovechados por todos, hayan participado o no en ella.⁸⁹⁰

⁸⁸⁸ BEBCHUK, L. A.; ROE, M. J., “A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance”, *Stan. L. Rev.*, 52, 1999, págs. 127-170, pág. 136; BLACK, B. S.; COFFEE, JR., J. C., “Hail Britannia...”, cit., págs. 2002-2004.

⁸⁸⁹ Muchos de estos inversores institucionales estarán más interesados en superar los resultados de sus competidores que en la rentabilidad individualmente considerada de cada una de las sociedades en las que invierten. Este proceso competitivo tiene consecuencias en dos niveles. Por un lado, desde el punto de vista de los consumidores y clientes, los inversores institucionales son vistos como productos entre los que habitualmente elegirán los que mayores resultados ofrezcan a sus beneficiarios. En un segundo nivel, también hay que tener en cuenta que los gestores de estas inversiones también son evaluadas directamente con base en los resultados que obtienen. Si utilizan recursos para actividades de supervisión, los resultados a corto plazo serán menores ya que tendrán que utilizar parte de los recursos en esa función. No hay que olvidar que el control del órgano de administración reduce el coste de agencia pero no es gratuito. V. FISCH, J. E., “Relationship investing...”, cit., págs. 1020-1022, 1044.

Sobre los de incentivos de los *money managers* para que ejerzan tareas de control y superen su tradicional pasividad, son clásicos de referencia, COFFEE, JR., J. C., “Liquidity Versus Control...”, cit., págs. 1326-1328, 1362-1367; y ROCK, E. B., “The logic and (uncertain)...”, cit., págs. 472-478.

⁸⁹⁰ Conforme la estructura accionarial esté más concentrada, los costes de coordinación asociados a este problema también se reducirán porque será más fácil capturar mayor porcentaje de beneficios, pudiendo abandonarse la apatía racional. V. ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit.,

Aun así, en general, se puede hablar de la influencia que tienen los inversores institucionales por su mera presencia en el accionariado de las sociedades cotizadas. Y ello independientemente de que ejerzan o no sus derechos, o sean más o menos activos. El hecho de que concentren conjuntamente cada vez un mayor porcentaje de participación sirve para sancionar o apoyar a la dirección de las sociedades que forman parte de su cartera de inversión.⁸⁹¹ Es posible que esta sea la razón por la que los organismos internacionales y los legisladores de la mayoría de las economías avanzadas continúan buscando una mayor implicación de los accionistas, en particular de los inversores institucionales, en el gobierno de las sociedades cotizadas, y, en especial, a través de su participación en las juntas generales.⁸⁹²

5.- Los mecanismos utilizados por los inversores institucionales activistas

Como ya hemos anticipado, el activismo accionarial puede revestir muchas formas diferentes. Mientras que durante la década de los 80, tomaba la forma de fondos de compra apalancada (*leveraged buyout*) que adquirían sociedades cotizadas para excluirlas de cotización y cambiar su política corporativa, a finales de los 90 fueron los fondos de pensiones públicos quienes ejercieron presión para cambiar la gestión de las sociedades

págs. 371-372. El autor también señala como posibles desviaciones en los incentivos, el que los propios gestores en muchos casos continúan bajo la creencia de que la participación en el gobierno corporativo cotidiano es una forma difícil de obtener la rentabilidad deseada y prefieren dedicar mayores esfuerzos a seleccionar adecuadamente los activos objeto de inversión. Además, hay que tener en cuenta los posibles conflictos de intereses a los que pueden estar sujetos, especialmente si quieren desarrollar algún tipo de relación empresarial con la sociedad en la que invierten.

⁸⁹¹ BAUM, D. J.; STILES, N. B., *The silent partners...*, cit., págs. 65-66. Ya en 1965, al inicio de la presencia de los inversores institucionales en nuestros mercados, los autores citados, identificaron la emergente habilidad de estos inversores para cambiar el equilibrio de poder que tenían los administradores hasta ese momento. De esta forma afirmaban que su poder conjunto puede ser tan grande que potencialmente ellos podrían ser los que deciden si se sigue con la estrategia marcada por los administradores o si por el contrario hay que enfrentarse a ellos.

⁸⁹² Este continúa siendo uno de los aspectos de gobierno corporativo sobre el que organismos internacionales como la OCDE y la propia Comisión Europea siguen incidiendo desde el inicio de la crisis financiera (COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), *Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales - 2016*, pág. 35, consultado el 25 de abril de 2018 en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2016.pdf).

cotizadas en las que invertían si bien “detrás del escenario”.⁸⁹³ Hoy en día, lo más habitual es ver que son los *hedge funds* los que tienen el activismo accionarial como modelo de negocio.⁸⁹⁴ Muchos de ellos son capaces de conseguir verdaderas “gangas” en el mercado bursátil, mediante la compra de acciones infravaloradas de sociedades que están a bajo rendimiento, para posteriormente venderlas a precios bastante más altos tras haber mejorado la rentabilidad de la sociedad objeto de inversión.⁸⁹⁵

Asimismo, es importante indicar que incluso dentro de un mismo tipo de inversor institucional, cada accionista tendrá su propio estilo de negociación y métodos para interactuar con la dirección de la empresa.⁸⁹⁶ Teniendo esto en cuenta, en este epígrafe vamos a tratar clasificar los mecanismos de control entre los que pueden elegir aquellos inversores institucionales activos y sus gestores de cartera, para posteriormente describirlos brevemente. Sin duda, el activismo accionarial de los inversores institucionales y los mecanismos que estos utilizan, no es una materia exenta de complejidad.

⁸⁹³ Este sería el caso de CalPERS, según GILLAN, S. L.; STARKS, L. T., “The evolution of shareholder...”, cit., págs. 60-61. Una excepción a esta norma es la utilización de la negociación directa por otro inversor institucional tradicionalmente muy activo, TIAA-CREF, tal y como describen los autores citados.

⁸⁹⁴ Los fondos de cobertura o *hedge funds* utilizan una gran diversidad de instrumentos de activismo accionarial. Además de utilizar las estrategias habituales de activismo (como puede ser la proposición de puntos del orden del día, la negociación directa o el uso de los medios de comunicación para promover campañas) también utilizan otros medios menos habituales como son los *proxy fights* (o campañas de captación de voto de los accionistas), la interposición de litigios o incluso las OPAs de exclusión. Puede consultarse una clasificación sobre los mecanismos de activismo utilizadas por estos inversores en KATELOUZOU, D., “Myths and Realities of Hedge”, cit., págs. 484-487. La autora las diferencia según si son mecanismos delicados, suaves y agresivos (*gentle, soft and aggressive*). Como veremos más adelante, esta clasificación se puede llegar a extender a la generalidad de accionistas activos.

Entre los instrumentos más habituales utilizados por los *hedge funds* podemos citar: la promoción de campañas para cambiar las estrategias de la dirección de la sociedad, en las decisiones que se tomen en la junta general de accionistas o directamente cambios en el gobierno corporativo de la sociedad; el conseguir un representante en el consejo de administración con la finalidad de controlar este órgano u obtener información; el forzar la compra o la venta de una división o rama de actividad de la cotizada; y, el aumentar la distribución de dividendos o la recompra de acciones de forma que se repartan los beneficios a los accionistas (GILLAN, S. L.; STARKS, L. T., “The evolution of shareholder...”, cit., págs. 65-66; KAHAN, M.; ROCK, E. B., “Hedge Funds in Corporate...”, cit., pág. 1029).

⁸⁹⁵ BRAV, A. P. Y OTROS, “Hedge Fund Activism, Corporate...”, cit., págs. 1749-1755.

⁸⁹⁶ RINGE, W.-G., “Shareholder Activism: A Renaissance”, cit., pág. 389.

5.1- Criterios de clasificación de los mecanismos de activismo accionarial

Las diferentes formas de activismo se pueden clasificar atendiendo a diversos criterios. A continuación vamos a presentar una serie de clasificaciones, que también nos servirán para explicar los principales tipos de activismo según se inserten en una u otra categoría.

5.1.1.- Los mecanismos de activismo accionarial formales e informales

Una de las clasificaciones más sencillas y frecuente es la que diferencia entre activismo formal e informal.⁸⁹⁷ Originalmente, los accionistas minoritarios utilizaban casi en exclusividad las vías formales, entre las que obviamente destaca la asistencia y participación en la junta general de socios. La categoría formal puede a su vez dividirse en tres subcategorías: operaciones de transacción o de primer nivel, las cuales simplemente hacen referencia al interés que muestran los accionistas y a cómo valoran el desempeño de la sociedad por el mero hecho de comprar o vender las acciones;⁸⁹⁸ el ejercicio de las facultades dominicales, cuando se ejerce la influencia mediante el ejercicio de los derechos políticos de los que son titulares; y, por último, las acciones dentro de la disciplina del mercado, ad.ex., cuando se busca implementar los cambios mediante la toma de control de una sociedad, habitualmente a través de una OPA hostil.⁸⁹⁹ Como se observa, todos los mecanismos a los que hemos hecho referencia se engloban dentro del marco legal de las sociedades cotizadas.

Sin embargo, con el tiempo fueron surgiendo instrumentos de comunicación y de actuación que no se ajustaban a lo previsto en la norma y la tendencia fue hacia un incremento de estos mecanismos informales. Es obvio que los accionistas más activos no tendrán suficiente con participar en la junta general una vez al año, sino que querrán ir

⁸⁹⁷ Puede consultarse al respecto de esta cuestión el trabajo de TALNER, L., *The Origins of Shareholder Activism*, Investor Responsibility Research Center, Washington, DC, 1983, págs. 30-40.

⁸⁹⁸ GILLAN, S. L.; STARKS, L. T., “A Survey of Shareholder Activism...”, cit., págs. 21-22. Destaca que los autores consideran que la mera elección de las empresas que van a formar parte de la cartera de inversión ya es parte del proceso de activismo, ya que elegir una sociedad u otra tendrá implicaciones económicas de forma que cuanto más interés tenga en los mercados bursátiles mayor será su valoración (págs. 21-22).

⁸⁹⁹ Este desglose está inspirado en la clasificación de los tipo de accionistas que participan en la junta general de las sociedades cotizadas según RINGE, W.-G., “Shareholder Activism: A Renaissance”, cit., pág. 389.

más allá de esa mínima supervisión.⁹⁰⁰ Así es como empiezan a surgir negociaciones privadas con los consejeros y otras campañas de activismo como puede ser el uso de medios de comunicación para publicitar sus acciones, las *proxy fights* (campañas de captación de voto) o el recurso a la vía judicial.

El activismo informal se realiza, por definición, a puerta cerrada y lejos del conocimiento del público en general. Por lo tanto, rara vez se tiene constancia de este tipo de acciones salvo que sean los propios activistas los que las hagan públicas.⁹⁰¹ Este es el caso de los inversores institucionales en el Reino Unido, los cuales acostumbran, de forma más frecuente, a actuar a puerta cerrada. Muy ocasionalmente se producen choques entre los administradores y los accionistas que trascienden al público.⁹⁰² Sin embargo, en los Estados Unidos, los activistas institucionales preferirán la negociación directa y formal, en gran medida debido a las dificultades que existen para llevar a cabo acciones coordinadas. Tampoco hay que olvidar que hasta mediados de los años 90 existían fuertes restricciones en aquel país para establecer la comunicación entre los accionistas.⁹⁰³

⁹⁰⁰ El propio Parlamento Europeo se refería a esta evolución de los mecanismos informarles y su utilización por los accionistas, especialmente los inversores institucionales en EUROPEAN PARLIAMENT (EP POLICY DEPARTMENT ECONOMIC AND SCIENTIFIC POLICY), *The Economic Consequences of Large Shareholder Activism*, cit., pág. 14.

⁹⁰¹ V. BECHT, M. Y OTROS, “Returns to Shareholder Activism...”, cit., págs. 3095-3098, 3113. En este trabajo, los autores demuestran que a diferencia de otros estudios previos donde solo se habían utilizado datos accesibles en bases de datos públicas sobre ejemplos de activismo, realmente es necesario tener acceso a la información privada sobre estas operaciones. Especialmente tras este estudio se puede demostrar que algunos fondos activistas utilizan predominantemente acciones privadas que son inobservables por el público.

⁹⁰² A esta conclusión llegaron BLACK Y COFFEE al realizar una serie de entrevistas a altos cargos de los principales inversores institucionales británicos buscando analizar las acciones que se realizaban en la “trastienda”, es decir, el ejercicio de supervisión informal por los inversores institucionales. V. BLACK, B. S.; COFFEE, JR., J. C., “Hail Britannia...”, cit., págs. 2002-2003.

Entre los resultados que se obtienen, destaca que la mayoría de los inversores institucionales solo intervenían puntualmente y, mayoritariamente, cuando había algún tipo de conflicto o crisis en el seno de la sociedad, permaneciendo el resto del tiempo pasivos. Este estudio también sirvió para comparar como ante un mercado similar como es el británico respecto del estadounidense, una regulación más estricta puede modificar el comportamiento de los inversores (en este caso haciendo que los estadounidenses fueran más capaces de actuar conjuntamente pero ruidosamente, frente a un comportamiento más tranquilo pero individual de los británicos), en la línea de lo explicado en el epígrafe anterior. Los autores aun así consideran que las diferencias existentes de regulación no son suficientes para explicar las diferencias, y recurren a la previamente referida teoría del *path dependance* (dependencia del camino o trayectorias independientes) para apoyar sus afirmaciones.

⁹⁰³ GILLAN, S. L.; STARKS, L. T., “The evolution of shareholder...”, cit., pág. 14.

5.1.2.- Los mecanismos de activismo accionario según el nivel de influencia

Los diferentes ejemplos de activismo accionario en el contexto de los inversores institucionales también pueden organizarse en función de si son mecanismos tradicionales de influencia, ad.ex., hacer una propuesta de un punto del orden del día o votar en contra de un acuerdo; o, por otro lado, lo que se conoce como inversión relacional (*relationship investing*) que incluye, entre otros, el establecimiento de contactos a nivel interinstitucional entre los propietarios con vocación de permanencia y los consejeros y principales directivos de la compañía.⁹⁰⁴

Dentro de los mecanismos tradicionales, podemos englobar aquellas acciones que se realizan públicamente por los inversores institucionales, como pueden ser los *proxy fights*, en los cuales los inversores buscan acumular suficientes delegaciones de voto que les permitan tener un mayor control de la sociedad, o, incluso conseguir representación en el órgano de administración. De forma parecida podríamos hablar de liderar o participar en acciones colectivas con otros accionistas, proponer aspectos de mejora como puntos del orden del día de forma que se inicie un debate sobre los mismos o incluso la organización de campañas publicitarias para incentivar que se vote en contra de ciertas propuestas realizadas por la el consejo de la cotizada.⁹⁰⁵

Esta clasificación atiende a la concepción de que el activismo accionario realizado por los institucionales es, en todo caso, un movimiento que también tiende a buscar la cooperación y no la confrontación con los administradores.⁹⁰⁶ El activismo relacional surge cuando los accionistas, en especial los inversores institucionales, empiezan a interesarse realmente en las sociedades en las que invierten. Comienzan simplemente planteando cuestiones en el contexto de la junta general, dejan de negociar con las

⁹⁰⁴ RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., pág. 12.

⁹⁰⁵ Sobre este tipo de mecanismos y porqué son considerados tradicionales, v. RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism...*, cit., pág. 46.

⁹⁰⁶ Es por ello por lo que tenderán en muchas ocasiones a establecer lazos con el consejo de administración, así como a actuar conjuntamente con ellos y no contra ellos. Sin embargo, es por esta misma razón por la que ciertos autores no los consideran unos vigilantes adecuados en materia de gobierno corporativo. Sobre esta cuestión, v. DAVIS, G. F.; THOMPSON, T. A., "A Social Movement Perspective on Corporate Control", cit., págs. 155, 163. Estos autores señalan especialmente las pocas veces en que estos inversores se opusieron al establecimiento de *poison pills* pero sí votaban a favor de la aprobación de medidas antiOPA. Analizan cómo, en general, los administradores los utilizan para aumentar su poder y control sobre la sociedad.

acciones como si fueran meras materias primas (*pork bellies*) y algunos acaban incluso consiguiendo representación en el consejo de administradores o financiando directamente a la sociedad vía adquisición de deuda.⁹⁰⁷

La inversión o activismo relacional es, por tanto, una asociación colaborativa a largo plazo entre los propietarios de la organización y el consejo de administración y, en su caso, los directivos; basada esencialmente en la comunicación entre las partes.⁹⁰⁸ Teniendo en cuenta que se trata de unas inversiones que se mantienen en el largo plazo, parte de la doctrina argumenta que si se incentiva este tipo de activismo el desempeño de las sociedades podría mejorar, ya que este tipo de inversores es más probable que supervisen activamente la labor del órgano de administración, siendo los inversores institucionales los que mejor se ajustarían a este papel.⁹⁰⁹

Los inversores relacionales destacan especialmente por su papel a la hora de utilizar el ya mencionado sistema *targeting*, por el que elegían sus sociedades a adquirir, según aquellas que estuviesen dando menor rentabilidad y tuvieran una estructura de gobierno débil. Los inversores adquirirían participaciones en estas sociedades y presionaban a su dirección para realizar las reformas en materia de gobierno corporativo necesarias para mejorar su rendimiento.⁹¹⁰ En algunos casos, la mera publicación de las sociedades *target* ya suponía un mecanismo de activismo por cuanto servía de “toque de atención” a los administradores.⁹¹¹

⁹⁰⁷ EISENHOFER, J. W.; BARRY, M. J., *Shareholder activism handbook*, 2013, Wolters Kluwer, New York, 2005, cap. 3.66 y 3.67; citando a su vez a la experta en gobierno corporativo IRA MILLSTEIN.

⁹⁰⁸ Básicamente lo definen como adquirir y mantener durante largo plazo un conjunto de acciones, sin entrar al juego de venderlas rápidamente o en el caso de OPAs hostiles. V. AYRES, I.; CRAMTON, P., “Relational Investing and Agency Theory”, *Cardozo L. Rev.*, 15, 1993, págs. 1033-1066, pág. 1034.

⁹⁰⁹ Especialmente porque son los que pueden llegar a tener mayor iliquidez respecto a sus inversiones si estas alcanzan un volumen considerable. Pero no hay que olvidar que no todos los inversores institucionales actuarán de la misma forma y, por tanto, no todos podrán considerarse inversores relacionales (BHAGAT, S. Y OTROS, “Relational investing and firm performance”, cit., págs. 2, 7-8, 28).

⁹¹⁰ EISENHOFER, J. W.; BARRY, M. J., *Shareholder activism handbook*, cit., cap. 3.67.

⁹¹¹ La mayoría de los fondos de pensiones públicos estadounidenses pasaron de utilizar como herramienta más general las *shareholder proposals* hasta mediados de los 80, a considerar como mejor estrategia la negociación directa con los administradores o la publicación en los medios de comunicación los listados de posibles sociedades *targets* (GILLAN, S. L.; STARKS, L. T., “Corporate governance, corporate ownership...”, cit., pág. 10).

5.1.3.- Los mecanismos de activismo accionarial según su grado de intensidad

Continuando con nuestra descripción de las diferentes clasificaciones de mecanismos de activismo accionarial, queremos precisar que, a pesar de que al hablar de “activismo” éste se suele relacionar con los conceptos de lucha y confrontación, lo cierto es que realmente también puede interpretarse simplemente con reactivación y superación de la tradicional pasividad de los accionistas. Teniendo esto en cuenta, se puede entender que los inversores institucionales no siempre utilicen estas vías de actuación para oponerse a los administradores o a los *blockholders*, sino que a veces colaborarán con ellos en pos de un mejor desarrollo del objeto social.⁹¹²

De acuerdo con lo expuesto, existen diferentes grados de intensidad en la confrontación con los administradores y accionistas de control. Teniendo esto en cuenta, KATELOUZOU, plantea una clasificación en función de si los mecanismos “delicados, suaves y agresivos” (*gentle, soft and aggressive*).⁹¹³ Así, en la primera categoría, encontraríamos medidas que irían desde la actuación silenciosa (entre bastidores), pasando por los diferentes métodos de comunicación con el consejo de administración (incluyendo el envío de cartas o realizar las reuniones) hasta la proposición de medidas de forma informal, no a través de los cauces orgánicos y legales.

En segundo lugar, en cuanto a los mecanismos “suaves”, encontramos las críticas hechas públicamente, como podría ser la publicación de una nota de prensa criticando las actuaciones del consejo de administración y la utilización de medidas de participación orgánica, entre las que se situarían el conseguir un puesto en el consejo de administración (pero sin llevar a cabo confrontación directa con la dirección) y la presentación de propuestas para su debate en el seno de la junta general de accionistas.

Por último, dentro de las medidas más agresivas la autora recoge un amplio conjunto de mecanismos. Entre las de menor intensidad estarían el ejercicio del derecho de voto en contra de las propuestas del consejo de administración, el llevar a cabo una campaña de captación de apoderamientos (*proxy fight*) en la misma línea que lo anterior, el actuar en contra de los administradores desde dentro del consejo de administración o incluso negarse a aprobar la reelección de cargos del consejo, especialmente los de carácter ejecutivo, convocando, si es necesario, una reunión extraordinaria de la junta.

⁹¹² GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 237.

⁹¹³ KATELOUZOU, D., “Myths and Realities of Hedge”, cit., págs. 484-487.

Las campañas de carácter más agresivo incluirían en orden decreciente la formulación de una OPA o, de forma menos contundente, simplemente la amenaza de la misma; la toma del control del consejo de administración o el recurso a los tribunales.

Como es lógico, estas últimas medidas suelen requerir unos porcentajes de participación mayores que pocos inversores institucionales tendrán, siendo mucho más habituales aquellas tácticas menos agresivas, especialmente las “silenciosas” y “más suaves”.⁹¹⁴

5.1.4.- Los mecanismos de activismo accionarial según la vía de intervención

Por último, otra forma de clasificar las diferentes técnicas de activismo accionarial es según si son orgánicas o extraorgánicas, dividiéndose las primeras a su vez en medidas de intervención en el marco de la junta general de accionistas o en el marco del consejo de administración.⁹¹⁵ La vía extraorgánica incluiría, entre otros, establecer contactos con los administradores,⁹¹⁶ constituir algún tipo de organización o comité para la defensa de los intereses de los accionistas,⁹¹⁷ la utilización de los medios de comunicación para

⁹¹⁴ Además, hay que tener en cuenta que las medidas “silenciosas” estarían infrarrepresentadas al no quedar habitualmente registradas, por lo que éstas es bastante probable que sean más utilizadas. V. KATELOUZOU, D., “Myths and Realities of Hedge”, cit., págs. 486-487, 490.

⁹¹⁵ Uno de los primeros en utilizar esta clasificación en nuestro país fue TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 145. Posteriormente, esta clasificación fue retomada por GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 236-261.

⁹¹⁶ Este método es especialmente utilizado en las sociedades cotizadas estadounidenses. Los inversores institucionales, generalmente con anterioridad a la adopción de otro tipo de decisiones más drásticas, trataran de mantener algún contacto informal con el consejo de administración, de forma que estos puedan conocer sus inquietudes respecto a la gestión de la sociedad. En no pocas ocasiones, se creará un ambiente de colaboración entre estos inversores y los administradores, de forma que no será necesario recurrir a otros mecanismos (GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 256-258; GUERRA MARTÍN, G., *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas Estadounidenses*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2003, págs. 175-177).

⁹¹⁷ A iniciativa de CalPERS, teniendo en mente la necesidad de establecer algún tipo de mecanismo para facilitar la comunicación entre el conjunto de los accionistas y los administradores, se constituyó un comité de defensa de los accionistas en los años 90 (TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 219).

promover cambios y mejoras en el gobierno corporativo de la sociedad en cuestión⁹¹⁸ o incluso la utilización de su poder político como *lobby*.⁹¹⁹

Dentro de los mecanismos orgánicos podemos citar en primer lugar aquellos que utilizan como vía la junta general de accionistas. Como ya hemos mencionado anteriormente, el activismo ejecutado en el contexto de este órgano es el vehículo natural a través del cual los accionistas, y en particular los inversores institucionales, pueden canalizar sus inquietudes. En este punto no hay que olvidar dos aspectos clave, en primer lugar, que las propias competencias de la junta general van a establecer un límite para el

⁹¹⁸ Aunque en ocasiones se reduzca a señalar aquellas sociedades que no funcionan correctamente, lo que podrá llevar a pensar que la causa es el incorrecto ejercicio de sus funciones por parte de los administradores. Esto, aunque directamente no parecía buscar ese objetivo, podrá provocar que incluso los accionistas voten en contra del consejo de administración. Esta técnica es conocida como *corporate governance by public embarrassment* o control del poder societario mediante la humillación pública, tal y como la describe GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 258-259.

Este mecanismo fue tradicionalmente utilizado por CalPERS y consistía en publicar su listado de sociedades que consideraba que tenían una gestión incorrecta. En algunos casos, otros inversores llegaron a publicar verdaderas denuncias en prensa criticando directamente la gestión. Como señala el propio GARRIDO, este mecanismo es poco probable que pudiera funcionar en nuestro entorno, ya que estos actos de denigración podrían considerarse prohibidos por la Ley de Competencia Desleal.

⁹¹⁹ Sobre la acción política ejercida por los inversores institucionales, destaca su organización como grupo de presión (*lobby*) con el objetivo de influir en los poderes públicos para que puedan alcanzar sus intereses. En los Estados Unidos destaca en este papel el *Council of Institutional Investors*, siendo uno de sus primeros logros la reforma de las *proxy rules* de 1992. (GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 260).

En esta misma línea, también fue el resultado de una acción de este tipo por parte de los inversores institucionales la reforma de 2006 sobre de la *Delaware General Corporation Law*, por la que se permite a los accionistas modificar los estatutos respecto al proceso de nombramiento de los administradores (OLSON, B. A., “Role of shareholders in management of publicly traded corporation - Shareholder activism of institutional investors and hedge funds”, en AA.VV., *Publicly Traded Corporations Handbook*, 2nd Ed., Clark Boardman Callaghan, St. Paul, MN, 2017, págs. 1-9, pág. § 2:10).

Más recientemente, podemos hablar del papel del *American Investment Council*, fundado por grandes inversores institucionales como son KKR & Co., Apollo Global Management, Carlyle Group, y Blackstone Group. Uno de sus principales intereses se sitúa en materia impositiva, pero sin olvidar aspectos de gobierno corporativo y de regulación de los mercados de valores. Así, ad.ex. hicieron campaña en 2009 para conseguir el registro en la SEC de los *private equity* y los *hedge funds*, tratando de controlar los posibles riesgos sistémicos.

En nuestro entorno podemos hablar de la asociación INVERCO, como la institución líder en materia de *lobbying* por parte de inversores institucionales nacionales. No obstante, no hay que olvidar que la presencia de inversores extranjeros es cada vez mayor, lo que hace que también sus propias asociaciones actúen en nuestro territorio en esta materia.

ejercicio de cualquier tipo de instrumento activista.⁹²⁰ En segundo lugar, hay que situar lo que vamos a exponer en el contexto de la crisis de la junta general, que en cierta medida está vinculada a la propia infrutilización de las posibilidades que ofrece.⁹²¹ Aspecto que hace si cabe más interesante el recurso a esta clase de mecanismos, ya que, en parte, pueden ayudar a su reactivación.

Centrándonos en qué tipo de mecanismos podemos encontrar, vamos a diferenciar entre aquellos que son previos a la constitución de la junta, los que se pueden utilizar durante su celebración y los que se ejecutan con posterioridad. Teniendo en cuenta nuestro Derecho societario en poco se va a diferenciar de una exposición sobre los derechos políticos de un accionista minoritario,⁹²² pero aprovechamos para presentar algunas de las diferencias que se pueden apreciar frente a sistemas jurídicos como el estadounidense.

6.- Intervenciones en la junta general

Para exponer los instrumentos que tienen a su alcance y que más habitualmente utilizan los inversores institucionales, vamos a utilizar como estructura expositiva la última clasificación a la que hemos hecho referencia, es decir, la que diferencia el activismo accionarial según las vías de intervención.

En este epígrafe en concreto nos centraremos en aquellos mecanismos que se utilizan en el seno de la junta general, mientras que en los epígrafes siguientes expondremos los correspondientes al consejo de administración y a las intervenciones extraorgánicas.

⁹²⁰ Sobre las competencias de la junta general de accionistas como límite al ejercicio del activismo accionarial, v. TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 317-322.

⁹²¹ Sobre esta cuestión es interesante la lectura que hace ALONSO LEDESMA sobre si la solución a la crisis de la junta general pasa por reactivar a los accionistas o por reactivar primero a la junta de forma que los accionistas puedan volver a utilizar los mecanismos que ofrece legalmente (ALONSO LEDESMA, C., “El papel de la Junta General...”, cit., págs. 628-635).

⁹²² Nos referimos a los derechos de la minoría, que no son otra cosa que aquellos derechos que “se conceden por el legislador a aquel o aquellos socios que representen una determinada cuota del capital”, habitualmente reducida y por ello objeto de protección (tal y como define JUSTE MENCÍA, J., “Derechos de minoría”, en AA.VV., *Diccionario de Derecho de sociedades*, C. Alonso Ledesma (dir.), Iustel, Madrid, 2006, págs. 518-520, pág. 518).

6.1.- Con carácter previo a la celebración de la junta general de accionistas

Previamente a la celebración de la junta general, los inversores institucionales tienen como posibilidad, para llevar a cabo sus campañas de activismo, desde la solicitud de la convocatoria de la junta hasta el derecho a presentar un complemento del orden del día o la proposición de incorporación de nuevos puntos en el orden del día. Además, estudiaremos también los procesos de captación de apoderamientos, aspecto que se encuentra a caballo entre la fase previa y la celebración de la junta por cuanto el apoderamiento consiste en facultar a los representantes para asistir y votar en nombre de los representados.

6.1.1.- Solicitud de convocatoria de la junta general

Sobre la primera cuestión, la solicitud de convocatoria de la junta general, el art. 168 LSC faculta a los socios que representen al menos un 3% del capital social (porcentaje aplicable en el caso de las sociedades cotizadas en virtud del art. 495.2.a) LSC) a instar la convocatoria de una junta general.⁹²³

La principal finalidad de este mecanismo de convocatoria es que se convoque una reunión, especialmente en los casos de aquellas sociedades que únicamente realizan una

⁹²³ Sobre el ejercicio de este derecho según la regulación actual, así como teniendo en cuenta la Propuesta de Código Mercantil y el posterior APLCM, v. BOQUERA MATARREDONA, J., “La Convocatoria de la Junta General en la «Propuesta de Código Mercantil»”, *RDM*, 291, 2014, págs. 77-126, págs. 80-81, 97. Teniendo en cuenta las críticas al anterior porcentaje mínimo para ejercer el derecho que estaba situado en un 5%, el APLCM establecía diferencias según si la sociedad está cotizada o no, por el que se podría incluso reducir a un 1% en el caso de las grandes sociedades (dónde se incluirían las cotizadas) y, además, permitiendo que las sociedades pudieran reducirlo en sus estatutos (art. 231-23 de la Propuesta de Código Mercantil).

Respecto a las mencionadas críticas, estas se venían produciendo desde hace décadas, por entender que dicho porcentaje del 5% era demasiado alto para las sociedades cotizadas y que el mismo debería adaptarse a los niveles de capitalización de estas grandes sociedades (ALONSO LEDESMA, C., “El papel de la Junta General...”, cit., pág. 647; JUSTE MENCÍA, J., “La solicitud de convocatoria de la junta general extraordinaria por accionistas que representen el 5% del capital social”, *RdS*, 4, 1995, págs. 31-72, págs. 32-33). Es más, este porcentaje sería en el caso de las sociedades cotizadas considerado ya de control, no propio de unos accionistas minoritarios (a los que alude el título del art. 168 LSC), e incluso les permitiría según el caso cubrir una vacante en el consejo por medio del sistema de representación proporcional. Sobre esta cuestión, más recientemente, CONDE TEJÓN, A., “El derecho de información de los socios como medio de control de la actuación de los administradores. El difícil equilibrio para evitar los supuestos de abuso. Propuestas prácticas de mejora”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez, (coord.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 533-563, pág. 546. Teniendo en cuenta estas críticas, el legislador redujo este porcentaje al 3% a través del mencionado art. 495.2.a) de la LSC en la reforma ejecutada a través de la Ley 31/2014.

junta anual o en los supuestos en que haya surgido una cuestión de suficiente relevancia y que urge tratar con prontitud. Debido a los porcentajes mínimos de capital que se requieren (3%) lo habitual será que los inversores institucionales actúen de forma coordinada para solicitar la celebración de la junta.⁹²⁴ Teniendo en cuenta la dificultad que entraña este tipo de acciones coordinadas y el proceso para el ejercicio de este concreto derecho, la utilización de este mecanismo será poco habitual y solo recurrirán a él los inversores institucionales con un alto grado de activismo.

A modo de comparación entre los dos sistemas normativos, sobre la posibilidad de solicitar una convocatoria de junta por parte de los accionistas, en los Estados Unidos, en concreto en el Estado de Delaware, la regulación solo permite que se haga por parte de los administradores, salvo que esta posibilidad se haya recogido en los estatutos de la sociedad.⁹²⁵

6.1.2.- El derecho a completar el orden del día y a presentar nuevas propuestas de acuerdo

Respecto a aquellas acciones que se pueden llevar a cabo una vez ya ha sido convocada la junta, esta facultad se encuentra recogida en el art. 519 LSC.⁹²⁶ Este artículo diferencia entre el derecho a completar el orden del día, es decir, a solicitar que se incluyan nuevos asuntos para su debate en la junta general (en los apartados 1º y 2º del art. 519); y el derecho a presentar nuevas propuestas de acuerdo de forma anticipada (en

⁹²⁴ La utilización de esta figura permite evitar dos limitaciones obvias dentro de los mecanismos de activismo en el contexto de la junta general que son la restricción temporal (ya no será necesario esperar a la convocatoria) y la restricción objetiva (los accionistas podrán plantear directamente el contenido de la convocatoria). V. CONDE TEJÓN, A., “El derecho de información...”, cit., págs. 546-547; GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 240-241.

⁹²⁵ BECHT, M. Y OTROS, “The Returns to Hedge Fund Activism”, cit., pág. 12. Los autores hacen un estudio comparado en este trabajo, señalando entre otras cuestiones que este derecho sí que existe en el Reino Unido o Japón (donde el porcentaje de capital mínimo es de un 3%). En general, para esta cuestión y el resto de cuestiones en materia de convocatoria de la junta general de accionistas en los Estados Unidos, v. COX, J. D.; HAZEN, T. L., “The time, place, and notice of the meeting”, en AA.VV., *Treatise on the Law of Corporations*, 3rd Ed., Thomson West, St. Paul, MN, 2017, págs. 1-5, sec. § 13:14.

⁹²⁶ Esta posibilidad se introdujo en nuestro ordenamiento a raíz de la Directiva 2007/36 y su correspondiente trasposición por la Ley 25/2011 que introdujo los arts. 514 a 526 LSC. El art. 519 fue posteriormente modificado por la Ley 31/2014 por la que se redujo el porcentaje mínimo necesario para poder ejercitar los derechos recogidos en este artículo y que queda fijado actualmente en un 3% del capital social.

el apartado 3º de del art. 519).⁹²⁷ En cuanto al derecho a completar el orden del día, este fue incorporado como tal en 2005 a raíz de la regulación de las sociedades anónimas europeas en nuestro ordenamiento jurídico.⁹²⁸ El objetivo de dicha regulación no solo es dar soporte al derecho en sentido estricto, sino también facilitar el acceso a dicha información para el resto de accionistas, de forma que puedan plantearse como votarán en estas nuevas propuestas de acuerdo.⁹²⁹ En general, se trata de un mecanismo idóneo para aquellos inversores que quieran que se produzca un debate en el seno de la junta, con el fin último de conseguir mejoras en la organización de la sociedad. En relación con ello, creemos interesante hacer referencia a la posibilidad de plantear nuevos puntos del orden del día con carácter meramente informativo, que pueden ser utilizados por los activistas para plantear temas objeto de polémica para ponerlos en conocimiento del resto de accionistas.⁹³⁰

En el Derecho federal estadounidense a este derecho se le conoce como *shareholder proposals*, y ha sido uno de los instrumentos más utilizados por los activistas accionariales. Se recogió en la SEC Rule 14a-8,⁹³¹ pero su antecedente directo es bastante

⁹²⁷ Sobre el derecho a plantear propuestas de acuerdo de forma anticipada en el marco de la celebración de una junta general de accionistas, entre otros, v. MARTÍNEZ ROSADO, J., “El derecho a presentar...”, cit., págs. 614-616.

⁹²⁸ Como consecuencia de la promulgación Ley 19/2005, de 14 de noviembre, sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España. Aunque es cierto que con anterioridad ya existían mecanismos que permitían a los socios configurar el orden del día mediante la convocatoria judicial de la junta (v. FUENTES NAHARRO, M., “El derecho al complemento de convocatoria de la Junta general: su ejercicio en casos de convocatoria judicial (Auto de 7 de marzo de 2008, del Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Bilbao)”, en AA.VV., *La Junta General de las Sociedades de Capital*, F. Rodríguez Artigas, I. Farrando Miguel, F. González Castilla, R. Tena Arregui, (coords.), Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, págs. 179-199, págs. 184-185; RECALDE CASTELLS, A., “Derecho del accionista a completar el orden del día (art. 519.1 y 2 LSC)”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 743-765, págs. 743-744).

Posteriormente, este derecho quedó recogido en la Directiva 2007/36. Norma que con la incorporación de este y otros derechos buscaba facilitar y fomentar la participación accionarial, esto es, relanzar el activismo accionarial (APARICIO GONZÁLEZ, M. L., “El gobierno corporativo...”, cit., pág. 76; TAPIA HERMIDA, A. J., “Las sociedades cotizadas...”, cit., pág. 24).

⁹²⁹ RECALDE CASTELLS, A., “Reflexiones en relación...”, cit., pág. 48.

⁹³⁰ En cuanto a la legalidad y la forma de utilizar esta medida puede consultarse el trabajo de RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Los llamados puntos...”, cit., págs. 679-703.

⁹³¹ La Rule 14a-8 fue aprobada por la SEC en 1990. Sobre esta regulación y su forma de aplicación V. BLACK, B. S., “Shareholder Passivity Reexamined”, cit., págs. 541-542.

anterior, habiéndose aprobado una norma similar, ya en 1942.⁹³² La principal finalidad de la norma es permitir a los accionistas presentar propuestas para su inclusión en los *proxies* (en las tarjetas de delegación de representación) de la cotizada.⁹³³ Es importante indicar que la *Non-Action Rule* contenida en la *SEC Rule 14a-8* permite a los administradores rechazar la inclusión de nuevos puntos del orden del día que se hayan planteado a través del mecanismo de *shareholder proposals* en aquellas ocasiones en las que dicha decisión exceda de las materias que pueden ser objeto de propuesta por los accionistas (especialmente si suponen una injerencia en las competencias de los administradores), pueda llegar a suponer una violación de la regulación a la que está sometida la sociedad o cuando la misma no va a tener capacidad para implementar la decisión.⁹³⁴

Respecto al derecho a presentar nuevas propuestas de acuerdo, que no tiene por qué estar vinculado al derecho que acabamos de describir; obviamente, también se podrán presentar durante la celebración de la junta general, dentro del proceso de deliberación. Es muy interesante de cara a la reactivación de la junta y conseguir realizar acciones coordinadas, ya que el resto de accionistas conocerá de forma anticipada cómo va a actuar

⁹³² Sobre la regulación previa a la *SEC Rule 14a-8*, v. GILLAN, S. L.; STARKS, L. T., “The evolution of shareholder...”, cit., págs. 56-57.

⁹³³ En general, esta norma tiene como finalidad principal facilitar la comunicación entre los accionistas, ya que muchas de las leyes estatales recogen por su cuenta el derecho a presentar propuestas.

⁹³⁴ En el Reino Unido, al anterior listado también añaden las denominadas *vexatious proposals*, que no son otra cosa que solicitudes presentadas por los accionistas cuyo contenido denigre de forma notoria la conducta de la dirección o de otros accionistas y que están limitadas por la *section 292 (2) (c)* de la *Companies Act* británica de 2006. En nuestro Derecho no presenta tantos problemas, planteándose si acaso la supresión de las palabras malsonantes pero manteniéndose el resto de la propuesta. Sobre esta materia en diferentes ordenamientos, v. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “La calificación del orden del día de la Junta general convocada por el Registrador mercantil”, *La Ley Mercantil*, 23, 2016, págs. 1-30, pág. 18.

También con objeto de denegar la solicitud de un nuevo punto del orden del día, podrá aducirse, con base en la *SEC Rule 14a-8*, que la cuestión ya ha sido implementada (aunque no sea totalmente igual), que otro accionista ha presentado otra cuestión sustancialmente similar o que dicha materia ya fue planteada poco tiempo atrás sin éxito. Como vemos, incluye una serie de supuestos que recogen multitud de conceptos jurídicos indeterminados, lo que dará mucho margen a los administradores para denegar las solicitudes de inclusión de propuestas en el orden del día (*Ibid.* Pág. 21). No sorprende que las estadísticas muestren que en general sea bastante habitual que se rechacen las solicitudes para completar el orden del día por parte de los accionistas en los Estados Unidos.

uno o varios accionistas y tiene la posibilidad de adherirse. Sin embargo, en pocas ocasiones se consiguen estos objetivos.⁹³⁵

6.1.3.- El proceso de captación de apoderamientos

También con anterioridad a la celebración de la junta tienen lugar los procesos de captación de apoderamientos, las famosas *proxy fights* estadounidenses. Nuestro derecho no es ajeno a esta cuestión especialmente entre los accionistas dispersos. Sin embargo, a diferencia de los Estados Unidos, en donde son el mecanismo idóneo para que los inversores institucionales se coordinen y alcancen la capacidad suficiente para ejercer algún tipo de presión o control, entre nosotros no es habitual que esto ocurra y esta figura es utilizada principalmente por los propios administradores o por las entidades de crédito que, aprovechando la información de la que disponen como entidades depositarias, pueden ponerse en contacto directamente con los pequeños accionistas para recabar sus votos.⁹³⁶

En los Estados Unidos, como decíamos, el mecanismo de representación de los accionistas en las juntas generales se articula mediante el sistema de *proxies*. Previamente a la aparición de los inversores institucionales, eran los administradores los que mediante esta herramienta lograban sostener su posición de preeminencia en la junta general a pesar de no tener, en muchos casos, acciones de la propia sociedad.⁹³⁷ Incluso hoy en día la siguen utilizando tanto los administradores como, en algunos casos concretos, los inversores institucionales, aunque de forma limitada debido a los altos costes que conlleva y por la dificultad para acceder a los datos identificativos del resto de accionistas.⁹³⁸ Las

⁹³⁵ Sobre la efectividad del derecho a plantear propuestas de acuerdo v., entre otros, EMPARANZA SOBEJANO, A., “El régimen de...”, cit., pág. 721 y 738.

⁹³⁶ V. QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 40; TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 333.

⁹³⁷ Hoy en día el consejo de administración continúa tratando de conseguir el mayor número de apoderamientos. Es habitual que los administradores utilicen los servicios de *proxy solicitors* que se encargan de asesorarles sobre esta materia así como de “educar” a los accionistas y conseguir sus votos a favor de los administradores (GILLAN, S.; BETHEL, J. E., “The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting”, *FM*, 31, 4, 2002, págs. 29-54, págs. 34-36).

⁹³⁸ Sobre los costes asociados a este proceso y el procedimiento de acceso a la lista de socios, v. TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., págs. 181-185. Sobre la aplicación de la *Rule 14a-7* utilizable en estos casos, la también llamada *Non-access Rule* por las dificultades que entraña su utilización, v. BLACK, B. S., “Shareholder Passivity Reexamined”, cit., pág. 542.

proxy fights o *proxy contests*⁹³⁹ consisten en una lucha por conseguir la representación de los accionistas y una forma alternativa a las OPAs de alcanzar un nivel suficiente de control.⁹⁴⁰ A pesar de las mencionadas dificultades, no son pocos los autores que han identificado a varios *hedge funds* utilizando este mecanismo en los últimos años, aunque la mayoría seguirá prefiriendo utilizar el mecanismo de las *shareholder proposals*.⁹⁴¹ El recurso a estas medidas, con unos altos costes asociados y vinculadas principalmente a aquellos accionistas con un horizonte temporal en el largo plazo, no hace sino incidir en el hecho de que estos inversores institucionales han dejado de actuar como meros inversores manejando a corto plazo activos, para ser unos accionistas activos.⁹⁴²

En nuestro ordenamiento existen diferentes mecanismos por los que el accionista puede otorgar su representación en una sociedad cotizada. El régimen básico es la representación voluntaria regulada en los arts. 184 y 522 LSC. Sin embargo, en el caso de los inversores institucionales son otros los supuestos que nos interesan especialmente analizar, ya que lo habitual no será que otros accionistas les busquen voluntariamente para que les representen, sino que estos inversores traten de conseguir más votos para poder sacar adelante sus propuestas. Así, puede que los inversores institucionales traten de conseguir más votos a través del régimen de la solicitud pública de representación,

⁹³⁹ Se puede consultar ambas expresiones a lo largo de la doctrina estadounidense. Nosotros en esta tesis hemos optado por utilizar *proxy fight*.

⁹⁴⁰ MANNE, H. G., “Our two corporation...”, cit., pág. 1433. El propio autor reconoce que los costes asociados (especialmente por el envío de la documentación) a esta herramienta son superiores a los de una OPA e incluso existen mayores incertidumbres sobre si se podrán alcanzar los objetivos planteados.

⁹⁴¹ Varios autores, entre ellos BRIGGS, sitúan 2005 como el año en que empezaron los *hedge funds* a utilizar este mecanismo, los *proxy fights*. V. BRIGGS, T. W., “Corporate Governance and...”, cit., pág. 685. También se refiere a esta cuestión, aunque no considera que realmente sea esa fecha de inicio, sino que fue entonces cuando por primera vez se tuvo consciencia de su uso, COFFEE, JR., J. C.; PALIA, D., “The Wolf at the Door...”, cit., págs. 11-12.

En general sobre el uso de este mecanismo por parte de este tipo de inversores institucionales, puede consultarse el trabajo de BRAV, A. P.; JIANG, W.; KIM, H., “Recent Advances in Research on Hedge Fund Activism: Value Creation and Identification”, *Ann. Rev. Fin. Econ.*, 7, 1, 2015, págs. 579-595, pág. 582. Los autores diferencian entre los *proxy fights* utilizados para conseguir representación en el consejo de administración y aquellos que buscan cambiar los miembros del consejo. Uno de los resultados más interesantes de este trabajo es que los autores han demostrado que la mera advertencia de que se va a utilizar este mecanismo permite conseguir los mismos resultados que el uso efectivo de esta herramienta, ya que ante la amenaza es probable que los administradores tomen medidas como repartir mayores dividendos reducir sus remuneraciones, entre otras (*Ibid* pág. 590).

⁹⁴² GANTCHEV, N., “The costs of shareholder...”, cit., pág. 621.

recogido en el art. 186 LSC, siempre y cuando sean a su vez las entidades depositarias de los valores o las encargadas del registro de anotaciones en cuenta.⁹⁴³

No hay que olvidar que en muchos casos los inversores institucionales realmente serán intermediarios que se interponen entre la sociedad y el titular final. En calidad de intermediarios financieros es muy probable que no solo ejerzan sus propios derechos de voto sino que es posible que acumulen junto a sus votos los de sus clientes, y por eso se establecen unas condiciones especiales para evitar posibles conflictos de interés. Especialmente interesante será su aplicación para los complicados casos con largas cadenas de intermediarios, cosa que ocurrirá con frecuencia cuando se trate de tenencia de acciones por accionistas extranjeros.

La regulación del sistema de asistencia a la junta por medio de representación y voto fue ampliado y modificado por la Ley 25/2011, norma que a su vez transponía la Directiva 2007/36.⁹⁴⁴ La regulación del voto mediante representación se recogía en el art. 10 de la Directiva, mientras que en el art. 13 se establecía la supresión obligatoria de todos aquellos obstáculos para el ejercicio efectivo del derecho de voto,⁹⁴⁵ ya fuera de forma directa o por medio de representación.⁹⁴⁶ Posteriormente, en 2014 se modificó el

⁹⁴³ En general, sobre el régimen de representación del accionista en la junta general por medio de representante en nuestro ordenamiento, v. TAPIA HERMIDA, A. J., “El gobierno corporativo de...”, cit., págs. 18-21.

⁹⁴⁴ Uno de los aspectos de mayor interés de la mencionada Directiva fue el régimen del ejercicio del derecho del accionista a ser representado en la junta general de las sociedades. En cierta medida, este interés viene explicado por el hecho de que esta institución es imprescindible para la reactivación de la junta. Hay que tener en cuenta que los costes de asistencia a las juntas pueden ser especialmente elevados para los accionistas minoritarios dispersos geográficamente y el reconocimiento de este derecho puede ser su única forma de asistir a la celebración de la junta. Sobre esta última cuestión, v. RONCERO SÁNCHEZ, A., “La captación del voto a través de la solicitud pública de representación: transparencia, igualdad de oportunidades y conflictos de interés”, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, págs. 399-462, pág. 402.

⁹⁴⁵ Sobre la supresión de los obstáculos que dificulten o impliquen la asunción de costes a los accionistas, es interesante el análisis que realiza RONCERO sobre la conveniencia de regular una homogeneización del contenido de la solicitud de representación y del apoderamiento. Sin duda, si se estableciera un estándar para las tarjetas de asistencia y de apoderamiento sería más fácil para los accionistas completar las mismas, además que también sería más complicado que los posibles representantes puedan manipular la información que se contiene en su beneficio (RONCERO SÁNCHEZ, A., “Asistencia y representación...”, cit., pág. 55).

⁹⁴⁶ Podemos distinguir dos tipos de representación, aquella que se realiza de forma directa y en nombre del accionista, y la indirecta que es la que realizan los intermediarios que actúan por cuenta del titular de las

régimen de la representación por parte de las entidades intermediarias (art. 524 LSC), reduciéndose su contenido. En la nueva redacción se eliminó la necesidad de comunicar la identidad del socio y el sentido del voto.⁹⁴⁷ Se mantuvo la posibilidad de delegar el voto a un tercero eliminándose la posibilidad de limitarse estatutariamente. Asimismo, respecto a los votos divergentes, en la nueva redacción no será necesaria una comunicación previa a la sociedad emisora, permitiéndose en todo caso el fraccionamiento del voto y el voto divergente en aquellos casos que actúen por cuenta de diversas personas y se hayan recibido instrucciones de voto diferentes.⁹⁴⁸

acciones, v. MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M. T., “La Directiva sobre el derecho de los accionistas en la Junta general de las sociedades cotizadas, y su impacto sobre el Derecho español”, *RdS*, 29, 2007, págs. 39-89, pág. 74. En cualquiera de los dos casos, la Directiva centra sus esfuerzos en que los representantes actúen teniendo en cuenta los intereses de sus representados, siguiendo siempre las instrucciones de estos y sometiéndose a su control.

⁹⁴⁷ Actualmente el contenido del artículo prácticamente se limita a reconocer la posibilidad de emitir el voto fraccionado y a poder delegar a su vez el voto. Entre otros aspectos, tras la reforma desaparece el apartado 4º del art. 524 y con él la obligación por la que el intermediario financiero debía comunicar previamente a la sociedad emisora de aquellos clientes representados y el número de acciones de las que se iba a ejercer el derecho de voto, así como las instrucciones de voto recibidas. Esta información permitía que los administradores conocieran de antemano como iban a votar un gran número de accionistas, aspecto que podían aprovechar en su beneficio anticipándose a ese movimiento. V. PERDICES HUETOS, A. B., “Estructura del accionariado...”, cit., pág. 809.

La eliminación del mencionado apartado también tuvo algún aspecto negativo y es que, a partir de ese momento, será más complicada la identificación del titular real o final de las acciones. Sin embargo, con la trasposición de la modificación de la Directiva 2007/36 y, en concreto, con el nuevo art. 3.bis, el derecho a conocer la identidad de los accionistas ya no solo se podrá ejercer por parte de la entidad emisora frente a las entidades que lleven los registros de los valores, sino frente a todas los intermediarios que formen parte de la cadena de tenencia de valores. Este derecho a su vez ha sido desarrollado para que su ejercicio sea lo más homogéneo posible en los diferentes Estados miembros, a través del RE 2018/1212, en concreto, por su art. 3 y cuadros 1 y 2 de su anexo).

⁹⁴⁸ Esta posibilidad se incluyó con el objeto de mejorar la protección de los intereses de los accionistas representados en aquellos supuestos en los que un representante actuaran en nombre de varios socios (ya sea por una representación voluntaria o por una solicitud pública de representación), de forma que este pueda votar en sentido divergente en aquellas ocasiones en las que haya recibido diferentes instrucciones para un mismo asunto.

Esta cuestión ya se preveía en el CUBG (Recomendación 6ª) y así lo recogieron estatutariamente muchas de las sociedades cotizadas españolas. Sin embargo, desde la trasposición de la Directiva 2007/36 (art. 10) en 2011 ha pasado a estar recogido en nuestro Derecho positivo (arts. 522.4 y 524.1 LSC). Esta materia del voto divergente ha sido estudiada por la doctrina con profundidad, por lo que nos remitimos en este punto a las diversas obras y, en particular, a las siguientes: respecto a los antecedentes de esta figura con anterioridad a su regulación vía recomendación del CUBG y una vez recogido en dicho código, v. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Junta general y derechos del socio en las recomendaciones del Código unificado a las Sociedades Cotizadas”, en AA.VV., *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, P. Aleman Laín, F.J. Alonso Espinosa, C. Alonso Ledesma,

El régimen de representación en las sociedades anónimas, en general, y el de las sociedades cotizadas, en particular, tiene como finalidad la tutela de los intereses del socio; por ello el sistema se plantea de forma que prevalezcan los intereses del representado y no los intereses del representante.⁹⁴⁹ Así, respecto a la solicitud pública de representación (regulada en el art. 186 LSC) se prevé una doble limitación: por un lado una limitación subjetiva, ya que únicamente la podrán utilizar los propios administradores, las entidades depositarias o las encargadas el registro de anotaciones en cuenta; y, por otro lado, una limitación objetiva, solo podrán solicitar la representación mediante la publicación de un documento en el que conste el poder junto a una copia del orden del día, una solicitud de instrucciones y una indicación de cómo votará el representante en el supuesto que no se aporten instrucciones sobre algún punto.⁹⁵⁰ Además, en virtud del art. 523 LSC, el representante está obligado a comunicar si existe algún supuesto de conflicto de intereses con anterioridad al otorgamiento de la representación o inmediatamente desde que lo conozca. En esos casos, el representante

(dir.), vol. 2, Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 1089-1120, págs. 1112-1118. En esta misma obra, y siguiendo esta misma línea MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., “El voto divergente en las...”, cit. Añade este autor la cuestión de si un mismo socio, titular de varias acciones, podría emitir su voto fraccionado, es decir, en sentido diverso, a pesar de que el legislador no lo haya previsto como una posibilidad (*Ibid* págs. 954-955). Por su parte, RONCERO SÁNCHEZ, A., “Asistencia y representación...”, cit., pág. 44, consideraba innecesaria la regulación de la posibilidad de fraccionar el voto por parte de los intermediarios financieros que aparecieran legitimados como accionistas, ya que consideraba que ya era igualmente posible en ese caso el voto divergente.

También sobre la cuestión del fraccionamiento del derecho de voto habla SÁNCHEZ-CALERO, incluyendo en su obra una evolución de la normativa que pasa por el CUBG, el APLCM y su actual regulación en la LSC. Se refiere a la necesaria modificación legal para que esta posibilidad se pueda generalizar a todos los supuestos de representación. V., en especial sobre esta última cuestión, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La propuesta de...”, cit., págs. 18-28.

Más recientemente, PEÑAS MOYANO, M. J., “El voto divergente...”, cit., págs. 830-831. La autora indica que si bien en el art. 522.4 no se habla de voto divergente, lo cierto es que por la redacción del señalado precepto se entiende que sí es posible que quien represente a varios accionistas y reciba instrucciones contrarias pueda emitir un voto divergente.

⁹⁴⁹ Cuestión que realmente no es tan novedosa, pues ya a principios de este siglo se recomendaba establecer un régimen con estas características de forma que se pudiera evitar los perjuicios sobre los intereses de los representados, teniendo un especial interés el ejercicio que llevan a cabo las entidades depositarias o las encargadas del registro de anotaciones en cuenta. A modo de ejemplo podemos hacer referencia a las recomendaciones incluidas en FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS, *Guía de buenas prácticas para el desarrollo de la junta general de accionistas de sociedades cotizadas*, Madrid, 2004, pág. 40 y ss.

⁹⁵⁰ Esta regulación es especialmente interesante para tratar de evitar que se produzcan delegaciones en blanco. RONCERO SÁNCHEZ, A., “Asistencia y representación...”, cit., págs. 47-48; ZUBIRI DE SALINAS, M., *El Representante del Socio en las Sociedades de Capital*, Thomson Reuters-Aranzadi, Pamplona, 2015, págs. 20-21.

deberá esperar instrucciones de voto o abstenerse de emitir dicho voto. Por último, nos parece interesante señalar, en materia de representación de los accionistas, que este mecanismo se pueda plantear como una forma de instrumentalizar una venta de votos.⁹⁵¹

En cuanto a la utilización de la representación por parte de los inversores institucionales en nuestro país, como ya hemos anticipado, se trata de una medida que no es prácticamente utilizada, salvo en el supuesto de las entidades de crédito.⁹⁵² Uno de los principales motivos de su poco uso es la limitación subjetiva de la solicitud pública de representación (que será la herramienta a través de la que actuarían los inversores

⁹⁵¹ En particular, sobre la instrumentalización de los votos y la legalidad de la posibilidad de entregar una contraprestación a los accionistas a cambio de su representación sin instrucciones sobre el sentido del ejercicio del voto, v. ALONSO UREBA, A.; RONCERO SÁNCHEZ, A., “Sobre la Admisibilidad en Derecho Español Vigente de las Operaciones de Captación del Derecho de Voto de Accionistas en Sociedades Cotizadas: Solicitud de Representación, Derivados Financieros y Compra de Votos.”, en AA.VV., *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*, C. Alonso Ledesma y A. Alonso Ureba (dirs.), Civitas, Madrid, 2013, págs. 697-729, págs. 699, 716-719. Esta operación es vista por los autores como un mecanismo para permitir una compra de los derechos de voto o una suerte de *empty voting* por cuanto se puede disponer del derecho de voto sin asumir el riesgo económico asociado a la titularidad de las acciones.

⁹⁵² Ya hemos indicado que el mecanismo de solicitud pública de representación solo puede ser utilizado por los administradores, las entidades depositarias y las encargadas del registro de anotaciones en cuenta, siendo estas dos últimas en la mayor parte de los casos entidades de crédito.

Tradicionalmente, se trataba de una práctica frecuente en Europa continental que estas entidades de crédito hicieran una solicitud pública de presentación, pero, debido a los más que habituales conflictos de interés que pueden surgir en estas prácticas en relación con los accionistas, dichas entidades deberían abstenerse de captar el voto. V. FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS, *Guía de buenas prácticas...*, cit., pág. 46.

En esta línea, si se analizan algunas de las recientes tarjetas de asistencia emitidas a propósito de la celebración de la junta general de accionistas de la mayoría de las sociedades cotizadas, se puede observar que la delegación del voto no figura en ningún caso a favor de las entidades de crédito como antiguamente ocurría y se hacía eco, al hablar de las delegaciones en blanco en favor de la banca, TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 28 y 161. Si bien este mismo autor se refiere a la Ley 31/1968 de 27 de julio por la que se establece el régimen de incompatibilidades y limitaciones de los Presidentes, Consejeros y altos cargos ejecutivos de la Banca privada, por la que se prohibió que los consejeros o los administradores de bancos privados pudiesen realizar este tipo de representaciones, si bien estas restricciones no fueron verdaderamente operativas hasta fechas más recientes.

A modo de ejemplo, en esta tesis, podemos referirnos a las diversas tarjetas de asistencia emitidas en este caso por la Entidad Depositaria (Renta 4): en la tarjeta de asistencia de ACS, cuya celebración de la junta general se preveía en primera convocatoria para el 7 de mayo de 2018; en la cual figura que en el caso de no impartir instrucciones sobre el ejercicio del derecho de voto “*se entenderá que voto a favor de la propuesta del Consejo de Administración*”, sin dejar margen para que sea el representante (incluida la representación por parte de la entidad depositaria) el que marque el sentido del voto. De igual forma ocurre con la tarjeta de asistencia de Ferrovial, cuya celebración de la junta general se preveía en primera convocatoria para el 4 de abril de 2018; o la de Inditex cuya celebración de la junta general se preveía en primera convocatoria para el 18 de julio de 2017.

institucionales), que impide a la mayoría de los inversores institucionales aprovechar este mecanismo.⁹⁵³ De lo expuesto parece deducirse que la única opción viable para que una campaña de captación de votos de un inversor institucional que no sea una entidad de crédito es que mediante algún tipo de mecanismo informal establezca una relación de colaboración con alguna entidad de crédito que ponga su capacidad de captar el voto de sus clientes, siempre que no entre en un supuesto de conflicto de intereses.

A esta importante limitación debemos añadir los costes que su ejercicio implica, desde el mero envío de comunicaciones al resto de accionistas para solicitar su representación al hecho de que es bastante complicado acceder a la información necesaria para poder ponerse en contacto con los mismos. Respecto a este segundo obstáculo, entra en juego el derecho de información en referencia a conocer la identidad de los accionistas de una sociedad. En nuestro ordenamiento este derecho está reconocido para las sociedades emisoras en el art. 497 LSC y para las asociaciones de accionistas que representen al menos el 1% del capital social, así como a accionistas que individual o colectivamente tengan una participación de al menos el 3% en la cotizada.⁹⁵⁴ Este derecho también fue recogido y ampliado a todos los intermediarios para las sociedades emisoras

⁹⁵³ La doctrina crítica de forma contundente que no se pueda extender el régimen de la solicitud pública a todos los accionistas inversores y, en particular, a los inversores institucionales. Sobre las numerosas críticas puede consultarse la relación que se contiene en la primera nota a pie de la obra de RONCERO SÁNCHEZ, A., “Problemas y propuestas de revisión del régimen de la solicitud pública de representación en Sociedades Cotizadas”, en AA.VV., *La modernización del Derecho de sociedades de capital en España*, C. Alonso Ledesma, A. Alonso Ureba, G. Esteban Velasco, (dirs.), vol. 1, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 293-324, págs. 293-296. Como muy bien señala el citado autor, sin una regulación correcta de esta figura que permita su utilización a toda a la gran masa de inversores, no se conseguirá nunca revitalizar la junta general de accionistas.

⁹⁵⁴ Nuestro Derecho regula esta facultad en el art. 497 LSC y, a raíz de reforma de la Ley 31/2014, el derecho a conocer la identidad de los accionistas se reconoció a las asociaciones de accionistas que representen al menos el 1% del capital social y los accionistas que tengan un 3%. Sobre esta reforma v. DÍAZ MORENO, A., “Derecho a conocer...”, cit., pág. 1; ESPÍN GUTIÉRREZ, C., “El derecho a conocer datos de los accionistas de sociedades cotizadas”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 613-647, págs. 613-614. Sobre este derecho hablaremos con más detenimiento más adelante en el epígrafe 9.3. al tratar de algunos mecanismos para la reactivación de la junta general.

en la modificación de la mencionada Directiva 2007/36 a través de la Directiva 2017/828, sin embargo, tampoco ha recogido esta modalidad en relación a los propios accionistas.⁹⁵⁵

Lo expuesto en este apartado no hace más que incidir en las dificultades prácticas a las que se enfrentan los inversores institucionales a la hora de tratar de coordinarse con otros accionistas para llevar a cabo sus acciones de control de la administración y propuestas de mejora. En este punto parece que a estos inversores solo les quedará promover asociaciones de accionistas o participar en algún tipo de pactos de sindicación de voto.⁹⁵⁶

6.2.- Durante la celebración de la junta general de accionistas

A continuación analizaremos los mecanismos con los que cuentan los inversores institucionales durante la celebración de la junta general de socios. Teóricamente, es en el seno de esta reunión en donde se forma la voluntad social, sin embargo, en muchas ocasiones los resultados de las votaciones se conocerán de antemano gracias al proceso de apoderamiento, especialmente en los casos de solicitud pública de representación.⁹⁵⁷

6.2.1.- Constitución de la junta y proceso de deliberación y voto

La constitución del órgano exige el cumplimiento de diversas disposiciones legales y estatutarias; especialmente a nuestros efectos hay que tener en cuenta la correcta formulación y publicación de la convocatoria de la junta (arts. 166 a 177 LSC, así como los arts. 515 y ss. LSC respecto a las sociedades cotizadas) y que se haya alcanzado el *quorum* exigido para su válida constitución (arts. 193 y 194 LSC), exigiéndose la

⁹⁵⁵ La Directiva incluye que el derecho de información de la sociedad sea garantizado de forma que puedan obtener la información sobre la identidad de sus accionistas de cualquier intermediario de la cadena que posea esa información. V., con disculpas por la autocita HERRERO MORANT, R., “El fomento de la implicación...”, cit., págs. 2-3. Como se señala en el trabajo citado, la Directiva podría haber ido más allá y recoger también esta posibilidad para el resto de accionistas, de forma que fuera más fácil el ejercicio de acciones coordinadas, pero no fue el caso. V. también, sobre esta posibilidad, ESPÍN GUTIÉRREZ, C., “El derecho de los accionistas y de las asociaciones a conocer datos de los socios de la sociedad cotizada a través del depositario central de valores”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, A. Martínez Flórez, F.J. Garcimartín Alférez, A. Recalde Castells, (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 873-912, pág. 866.

⁹⁵⁶ QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 40.

⁹⁵⁷ Esto no hará más que incidir en la pérdida del carácter deliberante de este órgano, ahondando más si cabe en la crisis en la que está sumida la junta general. V., ya en su momento, TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 325.

correspondiente acreditación de la legitimación para asistir a la reunión.⁹⁵⁸ Sobre estas cuestiones poco pueden plantear los inversores institucionales, salvo el ejercicio de las correspondientes acciones legales en el supuesto de incumplimiento de alguno de los preceptos de la LSC.

Los inversores institucionales tendrán, como todo accionista, derecho a asistir a la junta, derecho que lleva aparejado el de intervenir en los debates y votar cuando no esté sometido a algún límite. Es cierto que el derecho de asistencia puede, y en muchas ocasiones estará, limitado estatutariamente, sin que dicha limitación no pueda superar el umbral de mil acciones que fija la LSC en su art. 521 *bis*,⁹⁵⁹ pero sin ninguna especialidad respecto a los inversores institucionales. Merece la pena en este punto detenernos y distinguir entre el derecho a intervenir en la junta y el derecho de información que se puede ejercer durante la celebración de la junta general (art. 197.3 LSC) que está lógicamente limitado para evitar abusos solicitando información innecesaria o impertinente y obstruyendo el correcto discurrir de la reunión.⁹⁶⁰ En cualquier caso, el derecho a intervenir en la junta podrá estar limitado por el Reglamento de la Junta de la sociedad cotizada también con el objetivo de agilizar este ejercicio.⁹⁶¹

⁹⁵⁸ Sobre el derecho de asistencia de los accionistas, de aquellos presentes o representados, v. FLORES DOÑA, M. DE LA S., “La constitución de la junta general de accionistas”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez, (coord.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 511-531, págs. 512-513.

⁹⁵⁹ Tampoco podrá superar la restricción general aplicable a todas las sociedades anónimas que lo regulen en sus estatutos, que establece el art. 179.2 LSC, por el que se fija que la limitación no podrá superar el uno por mil del capital social. En el caso de las sociedades cotizadas, debido a su alto nivel de capitalización es probable que en la mayoría de los casos solo opere el primer límite al que hemos hecho referencia, es decir, el del art. 521 *bis* LSC. Sobre esta cuestión v. FLORES DOÑA, M. DE LA S., “La intervención en la Junta General de personas no legitimadas y los supuestos de invalidez de votos o error en el cómputo de los mismos”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 441-475, págs. 515-517.

⁹⁶⁰ Sobre el ejercicio de este derecho de información, tanto en nuestro ordenamiento, como en el Derecho comparado; así como en relación a su autonomía respecto al derecho a tomar la palabra e intervenir en la junta, v., especialmente, MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M. T., “Los supuestos de...”, cit., págs. 194-197.

⁹⁶¹ Este es el caso de muchos de los Reglamentos de la Junta General de las sociedades cotizadas, si bien suelen limitarse a hacer referencia a la duración de las intervenciones, que será controlada por el Presidente de la Junta, al número de intervenciones y al ejercicio abusivo del derecho. En no pocas ocasiones estos Reglamentos parecen inspirarse entre ellos de forma que su contenido acaba siendo bastante similar. A este

Una vez constituida válidamente la junta general, los inversores institucionales podrán utilizar su derecho a participar en las deliberaciones para tratar de convencer al resto de accionistas para que apoyen sus propuestas. Sin embargo, como hemos anticipado, lo más probable es que la mayoría de los votos se hayan emitido con

hecho también se refiere ALONSO LEDESMA cuando habla de la infrautilización de las posibilidades que permite la normativa a las sociedades cotizadas a la hora de ajustar su funcionamiento a través de este instrumento. La autora incide en el “mimetismo” que se ha producido por el que la mayoría de las sociedades simplemente han reproducido una misma “*estructura, sistemática y contenido*” (ALONSO LEDESMA, C., “La naturaleza del reglamento de la junta y su infracción como causa de impugnación de los acuerdos sociales”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 389-415, pág. 401).

Por poner algunos ejemplos, se puede consultar, ad.ex. el Reglamento de la Junta General de BBVA, en el cual se establece que entre las competencias del Presidente de la Junta estará limitar y poner término a las intervenciones (art. 16). El Presidente de la Junta también deberá determinar el orden de intervención, procurará que las intervenciones dispongan de un tiempo inicialmente asignado similar y solicitará las aclaraciones que considere oportunas (art. 18). En todo caso, cada accionista podrá intervenir solo una vez. Este Reglamento fue consultado el 15 de septiembre de 2018 en: https://accionistaseinversores.bbva.com/wp-content/uploads/2016/12/Reglamento_Junta_-_FINAL_WEB_Junta_2015_tcm926-347962-1.pdf.

En el caso del Banco Santander, también se dispone que será el Presidente de la Junta quien ordenará las deliberaciones e intervenciones, así como su duración (art. 14). En los arts. 16 a 19 se regula específicamente el turno de intervención de los accionistas, disponiendo de qué forma se debe solicitar el deseo de intervenir, la forma de intervenir, especialmente respecto a su orden y duración; y sobre la solicitud de información y la posibilidad de formular propuestas sobre cuestiones recogidas en el orden del día. El Presidente podrá, asimismo, llamar al orden a aquellos accionistas que intervengan haciendo “manifestaciones improcedentes” o ejercitando de un “modo abusivo u obstruccionista su derecho” (art. 17). Este Reglamento fue consultado el 15 de septiembre de 2018 en: https://www.santander.com/cs/gs/Satellite/CFWCSancomQP01/es_ES/Corporativo/Accionistas-e-Inversores/Gobierno-corporativo/Reglamento-de-la-Junta-de-Accionistas.html.

Por último, en el caso de Inditex, es un ejemplo paradigmático del “mimetismo” al que hacíamos referencia. Si bien el contenido no es literalmente igual al Reglamento de la Junta del Banco Santander, en esencia sí que es muy similar, llegando al punto de que el título del documento que figura en la red hace referencia a esta entidad: “REGLAMENTO DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS DE BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO” (tal y como se puede consultar en las propiedades del archivo). En cualquier caso, respecto a las limitaciones en el ejercicio del derecho a intervenir, será también el Presidente el encargado de ordenar y limitar la duración de las intervenciones (art. 18), regulándose el turno de intervenciones en los arts. 20 a 22, destacando que en este caso no se limita inicialmente el número de intervenciones pero sí su duración, que en principio será de cinco minutos, y que el Presidente podrá prorrogar. Asimismo, también podrá moderar o retirar el uso de la palabra de aquellos accionistas que no “observen la debida corrección” o sus intervenciones sean “obstruccionistas o perturben el normal desarrollo de la Junta” (art. 22). Este Reglamento fue consultado el 15 de septiembre de 2018 en: <https://www.inditex.com/documents/10279/288191/Reglamento+Junta+General+Accionistas+final+14+julio+2015.pdf/324574d7-27eb-4840-afeb-805c026ba65b>.

anterioridad a través de los procedimientos de captación de apoderamientos y el uso del derecho de voz sea fútil.

Por último, les quedaría el ejercicio del derecho de voto, como manifestación de la voluntad de los socios. Los inversores institucionales, podrán ejercer sus votos de forma que se opongan a las propuestas planteadas por el consejo de administración, en aquellos casos que lo consideren conveniente, como cualquier otro accionista.

6.2.2.- En relación con las competencias de la junta

Creemos interesante tratar las competencias de la junta para conocer cuáles son las materias sobre las que pueden intervenir los inversores institucionales durante la celebración de la misma.⁹⁶² La propia distribución de las competencias, en especial en materia de gestión, entre el órgano de administración y la junta general, es un instrumento de gobierno corporativo para tratar de resolver los conflictos de intereses entre ambos órganos.⁹⁶³ Serán los estatutos de la sociedad con respecto a la LSC (entre otros arts. respecto al art. 160 LSC y al 511 LSC para el caso de las sociedades cotizadas) los que determinaran y regularán en detalle las materias competencia de la junta, agrupándose en tres categorías generales: aquellos asuntos relativos a la estructura y organización de la sociedad, el control de la gestión social y ciertas materias de gestión extraordinaria.⁹⁶⁴

En los Estados Unidos las cuestiones que pueden ser competencias de la junta suelen centrarse en el nombramiento y cese de los cargos de consejeros, en materia de retribuciones de estos cargos, en la aprobación de algunas cuestiones que son de especial

⁹⁶² Las competencias de la junta general de accionistas de la sociedad cotizada están reguladas en los arts. 160 y 511 LSC, aunque también se prevé su intervención en otras cuestiones como las que se recogen en los arts. 161 y 162 LSC.

⁹⁶³ ESTEBAN VELASCO, G., “Distribución de competencias...”, cit., págs. 29-30.

⁹⁶⁴ A este tercer grupo de competencias se refiere el trabajo de ALONSO LEDESMA, C., “El papel de la Junta General...”, cit., págs. 637-646. Dentro de este tercer grupo destaca especialmente, por la dificultad de su interpretación y por su relativa actualidad, la gran cantidad de trabajos surgidos a raíz de la reforma de la LSC en 2014, por la que incluyo en el art. 160.f), la competencia de la junta respecto a la adquisición, enajenación o aportación a otra sociedad de activos esenciales. Por destacar a algunos, podemos reseñar a ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Aportación de rama de actividad y segregación. Viejos y nuevos problemas tras el artículo 160 f LSC”, *El Notario*, 67, 2016, págs. 130-133; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Aproximación a la categoría de «operaciones sobre activos esenciales», cuya decisión es competencia exclusiva de la Junta [arts. 160 f) y 511 bis LSC]”, *La Ley Mercantil*, 11, 2015, págs. 24-48; y, de forma más amplia, en el contexto de las novedades en materia de competencias de la junta general, también habla sobre esta competencia ESTEBAN VELASCO, G., “Distribución de competencias...”, cit., págs. 51-56.

trascendencia para la sociedad, como son la modificación de los estatutos (*articles of incorporation o bylaws*) y asuntos extraordinarios como son las modificaciones estructurales.⁹⁶⁵ Sorprende que cuestiones, como el reparto de dividendos o incluso la elección de sus auditores,⁹⁶⁶ no estén incluidas, salvo que se prevea estatutariamente.⁹⁶⁷

Entre las cuestiones de mayor interés para los inversores institucionales destacan aquellas relativas al control del órgano de administración, su nombramiento o cese y su remuneración. En los últimos años se han mejorado los derechos de los accionistas en esta materia. De esta forma, en el caso de los Estados Unidos el gobierno federal trató de aumentar el poder de los accionistas dando mayor voz a los accionistas en materia de remuneraciones. En 2010, el Congreso de este país, a través de la *Dodd-Frank Act*, impuso lo que muchos de los defensores de los derechos de los accionistas había solicitado durante décadas, que tuvieran un derecho de voto, aunque solo fuera consultivo y no vinculante, en materia de remuneración y compensación de los ejecutivos, el famoso *Say on Pay*.⁹⁶⁸ Sin embargo, la utilidad de esta medida parece relativa cuando en la mayoría de los casos los accionistas aprobaron las propuestas de remuneración presentadas por el consejo.⁹⁶⁹ El legislador estadounidense también trató de encontrar un mayor equilibrio obligando a que el comité de remuneraciones estuviera compuesto bien

⁹⁶⁵ V. BLACK, B. S., “Shareholder Passivity Reexamined”, cit., pág. 533; TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 148.

⁹⁶⁶ Si es más habitual que se regule en países con estructura accionarial de accionistas de control, como es el caso de Italia, Japón o Alemania (SÁEZ LACAVE, M. I.; GUTIÉRREZ URTIAGA, M., “Dividend Policy with Controlling Shareholders”, *ECGI Working Paper Series in Law*, n° 250, 2014, págs. 1-33, pág. 14, consultado el 14 de mayo de 2017 en <http://ssrn.com/abstract=2412588>).

⁹⁶⁷ ARMOUR, J. Y OTROS, “The Basic Governance Structure...”, cit., pág. 57. Los autores de este trabajo hacen un análisis comparativo a través de las competencias generales de las juntas en diversos países de la Unión Europea, Brasil, Japón y los Estados Unidos, siendo este último en el que menos decisiones se pueden tomar en la junta general de accionistas. En la materia que si hay mayor convergencia es en el *Say on Pay* como veremos a continuación. En nuestro ordenamiento, la junta general aprobará el nombramiento y separación no solo de los administradores, sino también de los auditores y, en su caso, de los liquidadores de la sociedad (art. 160.b) LSC).

⁹⁶⁸ La *Dodd-Frank Act* regula la cuestión del *Say on Pay* en su S. 951 estableciendo la obligatoriedad de realizar una votación consultiva en materia de remuneraciones de los cargos ejecutivos periódicamente, al menos cada tres años. V. PALÁ LAGUNA, R., “La comisión de nombramientos...”, cit., págs. 832-833.

⁹⁶⁹ V. COTTER, J. F. Y OTROS, “The First Year of...”, cit., pág. 979. Según los autores, en el primer año de vida del *Say on Pay*, aproximadamente el 91% de los paquetes de remuneración fueron aprobados por la mayoría de los accionistas.

en su mayoría bien en su totalidad por consejeros independientes, tal y como ocurre en la Unión Europea.⁹⁷⁰

La famosa regla del *Say on Pay* fue adoptada por primera vez en 2002 en el Reino Unido. Desde entonces la mayoría de los países de nuestro entorno, incluido obviamente los Estados Unidos, Portugal, Francia o Alemania, han regulado de forma similar esta cuestión.⁹⁷¹ Recientemente, en la Unión Europea, sobre esta materia, destaca la aprobación de la Directiva 2017/828 que modifica la Directiva 2007/36. Según los objetivos de la reforma, se buscaba conseguir alinear los intereses de los administradores con los de la sociedad mediante el control de sus remuneraciones. La nueva redacción de la Directiva 2007/36, en su art. 9 *bis* establece que las sociedades cotizadas deberán redactar una política retributiva que será aprobada por la junta general de accionistas al menos cada 4 años.⁹⁷² Posteriormente, de forma anual se revisará la aplicación de esta política de remuneración a través del informe de remuneraciones, en este caso la votación será de carácter consultivo, tal y como recoge el nuevo art. 9 *ter*.⁹⁷³ En nuestro ordenamiento realmente esta reforma no va a tener especial trascendencia ya que esta cuestión quedaba ya cubierta por el art. 529 *novodecies* de la LSC.⁹⁷⁴ Incluso algunos de sus efectos ya son perceptibles, de forma que, en el año 2017, las votaciones en materia de retribuciones de los consejeros fue el asunto que mayor porcentaje de votos negativos

⁹⁷⁰ ARMOUR, J. Y OTROS, “The Basic Governance Structure...”, cit., pág. 67.

⁹⁷¹ THOMAS, R. S.; VAN DER ELST, C., “The International Scope of Say on Pay”, *ECGI Working Paper Series in Law*, nº 227, 2013, págs. 1-93, pág. 5, consultado el 4 de diciembre de 2017 en <http://ssrn.com/abstract=2307510>. Los autores realizan un análisis comparativo en diferentes ordenamientos en materia de *Say on Pay*. Entre nosotros, PALÁ LAGUNA, R., “La comisión de nombramientos...”, cit., págs. 832-839.

⁹⁷² Los Estados miembros deberán regular que esta decisión sobre la política de retribuciones sea vinculante, aunque la Directiva deja margen para aquellos Estados que prefieran que sea una votación consultiva. En ese segundo supuesto, si la junta rechazara la propuesta, se deberá votar de nuevo una propuesta revisada (art. 9 *bis*.3 de la Directiva 2007/36. V., con disculpas a la autocita HERRERO MORANT, R., “El fomento de la implicación...”, cit., pág. 6.

⁹⁷³ V. GARCÍA MARTÍNEZ, L. M., “Transparencia e implicación...”, cit., págs. 68-69. Además la sociedad deberá explicar en el siguiente informe sobre remuneraciones de qué manera se ha tenido en cuenta la votación de la junta general (nuevo art. 9 *ter*.4 de la Directiva 2007/35/CE).

⁹⁷⁴ Incluso con la aprobación del mencionado artículo realmente no se incorporaba una completa novedad en la regulación societaria, porque tal y como señala PALÁ LAGUNA, previamente se había regulado desde 1999 en la Disposición Adicional Decimosexta de la LMV de 1988 buscando acotar los posibles casos de enriquecimiento por parte de los administradores. Sobre la evolución normativa en nuestro país de esta cuestión, v. PALÁ LAGUNA, R., “La comisión de nombramientos...”, cit., págs. 827-831.

recibió en el seno de las sociedades del Ibex-35, en concreto, más de 22 propuestas recibieron más del 10% de votos en contra.⁹⁷⁵

Respecto al nombramiento de administradores en los Estados Unidos, la SEC trató de sacar adelante una ambiciosa propuesta mediante la aprobación en 2010 de la *Rule 14a-11*, la *proxy access rule* sobre la que ya hemos hablado con anterioridad. El objetivo de esta norma era facilitar la propuesta de nombramiento por parte de los grandes accionistas de las sociedades cotizadas (aquellos que mantuvieran un 3% de participación durante tres años). Sin embargo, esta norma fue anulada por la Corte de Apelaciones del Distrito de Columbia el 22 de julio de 2011, sin que la SEC interpusiera ningún tipo de recurso o apelación.⁹⁷⁶ Ello no significa que los inversores institucionales no puedan nombrar a sus representantes en el consejo, simplemente este proceso no será automático como preveía esta norma. Tendrán que presentar su propia propuesta con posterioridad a la convocatoria de la junta, es decir, no podrán incluir su propuesta en los *proxies* que se circulen como consecuencia de la convocatoria de la junta, teniendo que soportar ellos los costes asociados.⁹⁷⁷ En cualquier caso, también es interesante señalar que la renovación de los cargos de administración en los Estados Unidos será generalmente anual, salvo en el caso *staggered boards* (consejos con renovación parcial) en cuyo caso solo se renovará una parte del consejo anualmente.⁹⁷⁸

⁹⁷⁵ CUATRECASAS GONÇALVES PEREIRA; GEORGESON, *El Gobierno Corporativo y los Inversores Institucionales*, cit., pág. 11.

⁹⁷⁶ Sobre la *proxy access rule* ya nos hemos referido en el capítulo anterior en el epígrafe 5.3.2.

⁹⁷⁷ Costes como la impresión de las papeletas, el envío de la documentación, presentar los correspondientes formularios en la SEC, incluso los asociados al proceso de solicitud de información para obtener los datos de identificación del resto de accionistas, entre otros (ARMOUR, J. Y OTROS, “The Basic Governance Structure...”, cit., pág. 54).

⁹⁷⁸ La mayoría de la doctrina critica este sistema de nombramiento de los miembros del consejo de administración ya que se consideraría una defensa del consejo contra posibles OPAs, especialmente en aquellos casos en que se tarde más de dos años en renovar completamente el consejo (KAHAN, M.; ROCK, E. B., “Embattled CEOs”, cit., pág. 1007). Este, junto con otros motivos, ha provocado que, debido a este acabamos de mencionar, desde mediados de la primera década de este siglo este tipo de composición del consejo es menos habitual entre las sociedades estadounidenses (ARMOUR, J. Y OTROS, “The Basic Governance Structure...”, cit., págs. 53-56).

La elección del tipo de órgano de administración y, en concreto, la forma de su renovación vendrá definido por la regulación federal en materia de Derecho de sociedades del Estado en el que se encuentre (*incorporated*) la sociedad. Teniendo en cuenta que la mayoría de las sociedades cotizadas estadounidenses se regulan por la normativa del Estado de Delaware, podemos hacer referencia a la *Delaware General Corporation Law*, en cuyo capítulo 4º se regulan las cuestiones relativas al consejo de administración. En

En España, la propuesta de nombramiento y reelección corresponde al consejo previo informe de la comisión de nombramientos y retribuciones, cuyos miembros deberán ser al menos dos de ellos consejeros independientes.⁹⁷⁹ Todas las propuestas deberán incluir un informe justificativo que acompañará al acta de la junta general en la que se apruebe el nombramiento o renovación. A los inversores institucionales en estos casos únicamente les quedaría votar en contra de las propuestas que plantea el consejo o utilizar el sistema de representación proporcional, siempre que tengan o puedan agrupar una participación mayor al resultado de dividir la cifra de capital social entre el número de miembros (art. 243 LSC). Según parte de la doctrina, el empleo de esta herramienta no sería deseable en términos de gobierno corporativo ya que se estaría nombra un consejero de carácter dominical cuando las recomendaciones suelen centrarse en el uso de la figura de consejeros independientes.⁹⁸⁰

Respecto a este sistema de nombramiento proporcional, en los Estados Unidos el sistema que más se asemeja es lo que se conoce como *cumulative voting*.⁹⁸¹ Este sistema

concreto, respecto a los *staggered boards*, se establece la posibilidad de incluir este tipo de composición del consejo de administración en su constitución o posteriormente por la modificación de sus estatutos por parte de los accionistas en la Sec. 141(d), con el límite de que al menos un tercio de los miembros se deberá renovar anualmente, en virtud de la Sec. 141(k). La competencia de la junta en esta materia así como la forma en la que se debe votar por parte de los accionistas se encuentra regulada en la Sec. 216(3)

⁹⁷⁹ Tal y como se regula en el art. 529 *quindecies* de la LSC. Asimismo, el presidente de dicha comisión también será independiente. Sobre la Comisión de nombramientos y retribuciones, v. PALÁ LAGUNA, R., “La comisión de nombramientos...”, cit., págs. 797-803.

⁹⁸⁰ Así, entre otros, GARRIDO señala que el uso por parte de los inversores institucionales del sistema de representación proporcional no sería un ejemplo de participación activa, sino más bien el último recurso como postura defensiva contra el consejo o grupos de control (GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 253). Más recientemente, v. DEL VAL TALENS, P., “Los consejeros independientes...”, cit., págs. 255-256. La autora critica que esta medida no permitiría ejercer el control sobre la totalidad del consejo, privando al resto de accionistas minoritarios de decidir sobre la totalidad de los nombramientos, además de suponer un posible obstáculo para el buen funcionamiento del órgano.

⁹⁸¹ Según la SEC, el *cumulative voting*, es un sistema de votación acumulativa que fortalece la capacidad de los accionistas minoritarios para elegir los miembros del consejo de administración. Este método permite a los accionistas emitir todos sus votos concentrados respecto a un único candidato para el consejo de administración, en aquellos supuestos que haya más de una vacante a cubrir, de lo contrario en una votación normal no podría dar más que un voto por acción a un único candidato.

Para entender esta especialidad a la hora de votar los nombramientos de los consejeros, la SEC presenta un ejemplo en el que expone que en un supuesto en el que se tuviera que elegir a cuatro consejeros y únicamente tenemos 500 acciones, en el método ordinario podríamos otorgar un máximo de 500 votos (una acción-un voto) por cada candidato, con un total de 2.000 votos. Sin embargo, en el sistema de *cumulative voting* se otorga al accionista directamente los 2.000 votos, permitiéndole que los utilice desde el principio de la votación de la forma que más le convenga, ya sea utilizando sus 2.000 votos en un único candidato,

y como podría servir para reducir parte de los conflictos que se producían en el seno de la sociedad, ya se refirió hace tiempo RIPLEY.⁹⁸² A mediados de la década de los 90, este mecanismo volvió a recibir un cierto impulso doctrinal para revivir esta figura como herramienta para conseguir una representación de los accionistas minoritarios en el consejo.⁹⁸³ Hoy en día tampoco es una posibilidad generalmente recogida en los estatutos de las sociedades cotizadas estadounidenses y su aprobación requeriría llevar a cabo un procedimiento de modificación de los estatutos.⁹⁸⁴

Por último, en esta línea también será interesante hacer notar la importancia del número de administradores que conforma el consejo, ya que desde la estructura accionarial de nuestras sociedades cotizadas los consejos más reducidos darán menos margen para utilizar el sistema de representación proporcional.⁹⁸⁵

1.000 votos para dos candidatos, o como considere. (<https://www.sec.gov/fast-answers/answers-cumulativevotehtm.html>).

⁹⁸² RIPLEY, W. Z., *Main street and Wall street*, cit., págs. 76, 98, 105-108, donde señala que este procedimiento ya funcionaba con buenos resultados en Francia y Alemania, y cuales habían sido los primeros intentos de trasposición al Derecho estadounidense.

⁹⁸³ Hasta los años 50 había sido utilizada de forma habitual, siendo obligatoria según la *Model Business Corporation Acts* vigente en ese momento, pero con la llegada de la utilización masiva de las OPAs y las consecuentes medidas de atrincheramiento del consejo esta herramienta fue prácticamente eliminada de los estatutos de las sociedades cotizadas estadounidenses. V. GORDON, J. N., “Institutions as relational investors...”, cit., pág. 127.

⁹⁸⁴ DEL VAL TALENS, P., “Los consejeros independientes...”, cit., pág. 256. La autora insiste en señalar que el uso de todos los votos para nombrar un único miembro del consejo de administración, limita la posibilidad de control respecto a la totalidad del consejo.

Sobre la evolución del *cumulative voting* hay que indicar que se encuentra entre las clásicas variables de estudio de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (LLS&V) para determinar la concentración de las estructuras accionariales según la regulación societaria de cada país. Concretamente esta variable se situaría en el grupo de derechos que tienen los accionistas minoritarios frente a los administradores. En este grupo también se recoge la posibilidad de solicitar apoderamientos por correo, el depósito de los títulos de las acciones previamente a la celebración de la junta o la existencia de un porcentaje de participación menor del 10% para poder convocar una junta extraordinaria, entre otros. Si bien este estudio es de 1994, se ha replicado en multitud de ocasiones por otros autores, haciendo mención al uso de esas variables, por lo que permite conocer la evolución de este tipo de derechos a los largo del tiempo en diferentes países. V. LA PORTA, R. Y OTROS, “Legal Determinants of External Finance”, cit., pág. 1134. Uno de los trabajos recientes que usa una actualización de estas variables es el de KATELOUZOU, D., “A Leximetric Approach to Comparative Corporate Governance: The Case of Hedge Fund Activism”, *JCL*, 9, 2014, págs. 43-64, pág. 46.

⁹⁸⁵ Según la Recomendación nº13 del CBG el tamaño del consejo deberá ser aquel que mejor se adecua la sociedad para un funcionamiento eficaz y, lo recomendable es que sea entre cinco y quince miembros. Sin embargo, en muchas ocasiones la reducción del número de consejeros se utilizara para tratar de evitar la utilización del sistema de representación proporcional más que por motivos de eficiencia.

6.2.3.- El ejercicio del derecho de voto a distancia. El supuesto del voto desde el extranjero

Otro mecanismo que puede permitir la reactivación de los accionistas en la junta y la mayor participación de los inversores institucionales, es la posibilidad de ejercer el derecho de voto a distancia. Como referiremos más adelante al tratar la cuestión de la crisis de la junta general, uno de los principales problemas a los que se enfrenta este órgano es el llamado absentismo o apatía racional de los accionistas.⁹⁸⁶ El inversor minoritario, con una participación reducida y que se encuentra disperso geográficamente, va a tener muy complicado asistir físicamente a la junta general.⁹⁸⁷ En el caso de los inversores institucionales a ello le tenemos que sumar que les será bastante complicado mandar a un representante a cada junta general, máxime cuando la mayoría de las juntas generales se celebran en la misma época del año (la famosa *proxy season*).⁹⁸⁸

⁹⁸⁶ RECALDE CASTELLS, A., “Consideraciones de política-jurídica sobre el ejercicio de los derechos de voto, asistencia y representación “a distancia” (incluido el voto electrónico) en las sociedades anónimas españolas”, *RDNT*, 19, 2009, págs. 19-31, pág. 25; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Ejercicio a distancia de los Derechos de Socio y de Minoría en el marco de la crisis de la Junta General”, en AA.VV., *La modernización del Derecho de sociedades de capital en España*, C. Alonso Ledesma, A. Alonso Ureba, G. Esteban Velasco, (dirs.), vol. 1, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 227-260, págs. 229-231.

De forma específica sobre el ejercicio del derecho de voto por medios electrónicos LEACH ROS, B.; PÉREZ PUEYO, A., “La identificación del accionista en los supuestos de ejercicio del derecho de voto por medios electrónicos, ya personalmente o a través del representante (Arts. 189 y 522 LSC; y directiva 2017/828, de 17 de mayo de 2017)”, en AA.VV., *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, A. Roncero Sánchez (dir.), F. Rodríguez Artigas, A. Alonso Ureba, L. Fernández de la Gándara, L. Velasco San Pedro, J. Quijano González, G. Esteban Velasco (coord.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), *En prensa*, págs. 1-36.

⁹⁸⁷ La junta general se debe adaptar a las nuevas posibilidades que vayan surgiendo en materia de tecnologías de la información y comunicación. Sin duda, cada día, estará más lejos esa imagen de la junta general como una reunión colegiada con la presencia de todos los socios debatiendo y adoptando los correspondientes acuerdos. Una vez que los sistemas telemáticos permitan garantizar con mayor certeza la seguridad en este tipo de reuniones, lo más probable es que la junta general se convierta en una mera reunión virtual, tal y como ya ocurrió respecto a la sociedad Jimmy Choo PLC en el Reino Unido, como expondremos más adelante. Sobre estas cuestiones, v. RONCERO SÁNCHEZ, A., “Asistencia y representación...”, cit., págs. 57-59.

⁹⁸⁸ De ahí que muchos de ellos acaben utilizando de los servicios de los *proxy advisors* en exceso para poder cumplir con sus deberes fiduciarios y votar en las juntas generales de las sociedades que forman parte de sus carteras de inversión. V. BEW, R.; FIELDS, R., “Voting Decisions at US Mutual Funds: How Investors Really Use Proxy Advisers”, Tapestry Networks/IRCC, New York, 2012, pág. 2. Entre nosotros, también se ha hablado de la necesidad de promover la democracia y participación entre los accionistas. Ello ha provocado que voten terceros (los *proxy advisors*) en vez de los propios gestores de los fondos, cuando sus intereses es muy probable que no estén alineados con los de la sociedad. Es más, se podría producir una

Respecto al ejercicio del derecho de voto a distancia, salvo por sus especialidades para garantizar su correcto uso (que no son pocas), el resultado no difiere a efectos prácticos frente un voto realizado físicamente. De esta forma, los accionistas que emitan sus votos a distancia son igualmente tenidos en cuenta como presentes a efectos de la constitución de la junta (art. 189.3 LSC).⁹⁸⁹

Los medios para llevar a cabo el ejercicio de derecho de voto pueden ser el correo postal, los medios electrónicos o cualquier otro medio de comunicación a distancia.⁹⁹⁰ Entre las cuestiones técnicas para su correcto ejercicio destaca que debe garantizarse la identidad del accionista, sin que la Ley especifique porque medio concreto se debería realizar.⁹⁹¹ En especial debemos tener en cuenta la posibilidad de utilizar las nuevas

suerte de oligarquía en las sociedades cotizadas cuando los *proxy advisors* no tienen ningún tipo de interés ni asumen riesgo alguno en la votación. V. PERDICES HUETOS, A. B., “Los asesores de voto”, cit., pág. 33.

⁹⁸⁹ V. VIVES RUIZ, F., “Impugnación de acuerdos sociales. Defectos procedimentales relevantes: delimitación y legitimación para impugnar”, *RDBB*, 147, 2017, págs. 29-108, pág. 89. Aunque esta consideración como “presente” será solo a efectos de constitución de la junta, es decir, para alcanzar los quórum (RECALDE CASTELLS, A., “Consideraciones de política-jurídica...”, cit., pág. 20). Realmente para poder considerar presente al socio a todos los efectos, solo será posible si se celebra la junta electrónicamente y se establecen canales de comunicaciones bidireccionales, de forma que los accionistas puedan participar en los debates a distancia.

⁹⁹⁰ La posibilidad de ejercitarse el derecho de voto por medio de “*correspondencia postal, electrónica o cualquier otro medio de comunicación a distancia*” se introdujo en el art. 105.4 de la TRLSA a raíz de la modificación que introdujo la Ley de Transparencia en 2003, en virtud del art. 2 de dicha disposición. De igual forma, en el art. 106.2 TRLSA se introdujo la posibilidad de conferir la representación por medios de comunicación a distancia en virtud de la misma reforma. V. sobre esta reforma, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “El enforcement de los pactos parasociales”, *AJUM*, 5, 2003, págs. 19-43, pág. 24; y RONCERO SÁNCHEZ, A., “Asistencia y representación...”, cit., pág. 58.

Mientras que la asistencia por medios telemáticos, recogida en el art. 97 TRLSA se introdujo a raíz de la disposición final primera de la Ley 19/2005, de 14 de noviembre, sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España.

⁹⁹¹ No son pocas las críticas sobre la escueta regulación de esta materia y, en particular, sobre la cuestión de la identificación. También son numerosas las dudas que se plantean sobre si existe algún mecanismo que permita dotar de seguridad absoluta a la identidad del accionista. V., entre otros, ILLESCAS ORTIZ, R., “El ejercicio electrónico de los derechos del socio en la sociedad anónima”, en AA.VV., *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, P. Aleman Laín, F.J. Alonso Espinosa, C. Alonso Ledesma, (dir.), vol. 2, Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 801-824, pág. 805; RECALDE CASTELLS, A., “Consideraciones de política-jurídica...”, cit., págs. 19-20.

Una alternativa técnica que se plantea en torno a la idea de asegurar la identificación de los accionistas y su emisión de votos por medios electrónicos, es a través de mecanismos basados en la tecnología de registros distribuidos, o más conocido como *distributed ledger technology* o *blockchain*. Este mecanismo permite garantizar la participación del titular real o de su representante así como la legitimación del voto emitido mediante una suerte de sello de autenticidad emitido automáticamente entre las partes y un sistema de criptografía, sin necesidad de contar con una tercera persona que se encargue de realizar esta

tecnologías de la información para que las sociedades capitalistas pueden celebrar las juntas generales de forma telemática, también con el objetivo de mejorar los porcentajes de participación de los accionistas. En esta línea, la Directiva 2007/36 reguló la posibilidad de que los accionistas pudieran participar en la junta general por medios electrónicos, tanto en la emisión de su voto como en el nombramiento de sus representantes.⁹⁹² En el caso de la utilización de los medios electrónicos, el coste de su aplicación se reduce prácticamente a cero, facilitando de forma considerable la posibilidad de participar en la junta para aquellos accionistas que se encuentran alejados geográficamente.⁹⁹³

verificación. En nuestro país la entidad de crédito Banco Santander realizó una prueba piloto utilizando esta tecnología con fecha 23 de marzo de 2018 (sobre esta prueba y la tecnología utilizada, LEACH ROS, B.; PÉREZ PUEYO, A., “La identificación del accionista...”, cit., págs. 15, 30-31).

En esta línea se han ido produciendo reformas legislativas para poder ir dando una estructura normativa a este tipo de mecanismo (tal y como recoge PALÁ LAGUNA, R., *Proyecto docente e investigador*, Zaragoza, 2018, págs. 144-145 de su manuscrito). Podemos hablar, en primer lugar, de la reforma que se ha llevado a cabo en la normativa societaria del Estado de Delaware, en el que el 21 de julio de 2018 se reformó el Título 8 sobre *Corporations* del *Delaware Code* para reconocer la validez del uso de este tipo de tecnología para el “mantenimiento de los registros internos de la sociedad e incluso para la emisión de acciones y su posterior transmisión” (BLEMUS, S., “Law and Blockchain: A Legal Perspective on Current Regulatory Trends Worldwide”, *RTDF*, 4, 2017, págs. 1-15, pág. 12).

Por su parte, en Australia, la *Australian Securities Exchange* (ASX) también está estudiando cómo implementar un sistema de *blockchain* o de *distributed ledger technology* con el objetivo que entre en vigor a finales de 2020 o principios de 2021 (AUSTRALIAN SECURITIES EXCHANGE (ASX), *Chess replacement: New Scope and Implementation Plan. Consultation Paper*, 2018, consultado el 8 de septiembre de 2018 en <https://www.asx.com.au/services/chess-replacement.htm>).

En la Unión Europea, el primer país que ha incluido un régimen de transmisión de valores mediante la utilización de *blockchain* ha sido Francia (en dicho país el sistema toma la denominación de *dispositif d'enregistrement électronique*) por medio de *L'ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers*, que entró en vigor el 1 de julio de 2018. La finalidad de esta reforma era permitir la transmisión de valores mobiliarios de forma directa mediante la inclusión de un registro electrónico compartido o *dispositif d'enregistrement électronique*, sin que se haya incluido aun en el sistema de poscontratación (compensación y liquidación). V. DE VAUPLANE, H., “Des titres papiers aux titres digitaux”, *REcoF*, 129, 2018, págs. 89-97, págs. 12-13; y LEACH ROS, B.; PÉREZ PUEYO, A., “La identificación del accionista...”, cit., pág. 31.

⁹⁹² Tal y como regulan los arts. 8 y 11 de la Directiva 2007/36. El procedimiento que se elija debe permitir la identificación de los accionistas y la seguridad de las comunicaciones electrónicas. Sin embargo en nuestro ordenamiento esto no fue una novedad, porque como ya hemos dicho en 2003 ya se introdujo esta posibilidad (art.2). Sobre la regulación estatutaria de esta posibilidad, v. LEACH ROS, B.; PÉREZ PUEYO, A., “La identificación del accionista...”, cit., págs. 5, 12-13.

⁹⁹³ Y con ello se espera una reducción en el absentismo accionarial, no solo de los accionistas minoritarios clásicos, sino también de los inversores institucionales. Sin embargo, no toda la doctrina considera que esta

En nuestro Derecho, esta posibilidad de celebración electrónica está permitida para aquellas sociedades que lo prevean en sus estatutos,⁹⁹⁴ y puedan implementar un sistema que permita garantizar la correcta identificación de los sujetos participantes, en especial la legitimidad para asistir y votar en el contexto de la celebración de la junta general.⁹⁹⁵

Sin embargo, la celebración de la junta en nuestro ordenamiento no podrá ser totalmente telemática, ya que en todo caso se deberá prever su realización en una sede física, como se deduce del art. 175 LSC.⁹⁹⁶ En otros ordenamientos, como es el caso del Reino Unido, esta limitación ha conseguido sortearse, y en 2016 se celebró la primera

medida sea suficiente para reactivar la junta general, en este sentido, v. MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M. T., “El reglamento de la junta general y la información de los accionistas en las sociedades cotizadas: la insuficiencia del enfoque autorregulador”, en AA.VV., *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, P. Aleman Laín, F.J. Alonso Espinosa, C. Alonso Ledesma, (dir.), vol. 2, Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 917-954, págs. 925-928; RECALDE CASTELLS, A., “Consideraciones de política-jurídica...”, cit., pág. 27.

⁹⁹⁴ Originalmente esta posibilidad se planteaba únicamente respecto de las sociedades cotizadas. No obstante, a raíz de la RDGRN de fecha 19 de diciembre de 2012, este mecanismo también se prevé para aquellas sociedades de responsabilidad limitada que lo prevean en sus estatutos sociales.

⁹⁹⁵ La asistencia telemática está recogida en el art. 182 LSC y, para el caso de las sociedades cotizadas, también se deberá atender al art. 521 LSC sobre la participación a distancia. En los estatutos y en el reglamento de la junta se podrá regular el ejercicio de los derechos a distancia, en especial sobre cómo se producirá la transmisión en tiempo real, la comunicación con los accionistas y el mecanismo de voto. Obviamente el ejercicio de voto también se podrá delegar en el caso de ejercicio telemático (o postal), aunque es posible que la sociedad imponga requisitos más rigurosos para la identificación del accionista de forma que dificulte la utilización de esta vía (EMPARANZA SOBEJANO, A., “El ejercicio del derecho de voto a través de medios telemáticos: situación normativa y experiencias prácticas”, en AA.VV., *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas. El proceso de adaptación de la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas en España e Italia.*, N. Abriani y J.M. Embid (dirs.), A. Emparanza Sobejano y J. Boquera Matarredona (coords.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2011, págs. 255-282, pág. 260).

⁹⁹⁶ Según el art. 175 LSC en el caso de que en la convocatoria de la junta no figurase el lugar de celebración se entenderá que es el del domicilio social. De esta forma, si se pretende celebrar la junta telemáticamente y no se señala un lugar físico en la convocatoria, los socios podrían seguir considerando que se va a celebrar en la sede social, tal y como lo interpreta la mencionada la RDGRN de 19 de diciembre de 2012.

junta general totalmente telemática.⁹⁹⁷ En los Estados Unidos, en el estado de Delaware, desde el año 2000 también permite la celebración de una junta totalmente electrónica.⁹⁹⁸

Por otro lado, teniendo en cuenta que la presencia de los inversores extranjeros en nuestras sociedades cotizadas, incluidos los institucionales, es cada vez mayor, creemos conveniente referirnos al modo del ejercicio del derecho de voto en estos casos, el llamado voto transfronterizo. La inversión en una sociedad cotizada española por parte de inversores extranjeros se articula a través de un sistema de cadenas de intermediarios, los cuales ejercen la función de depositarios de los valores.⁹⁹⁹ Esta cuestión ha sido analizada

⁹⁹⁷ Como hemos indicado, este fue el caso de la sociedad Jimmy Choo PLC, que el 15 de junio de 2016 celebró su primera junta general de accionistas totalmente telemática. V., con disculpas por la autocita, HERRERO MORANT, R., “Celebración en el Reino Unido de la primera junta general de accionistas totalmente telemática”, *RdS*, 48, 2016, págs. 439-441, págs. 440-441.

Desde entonces y tras observar los buenos resultados de este tipo de celebraciones, un buen número de sociedades británicas han modificado sus estatutos para permitir también esta posibilidad. V. MORT, C.; WALLACE, A.; FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER LLP, “Virtual General Meetings”, *PLC Magazine*, 2017, págs. 1-32, págs. 8-11. Sin embargo, durante al menos el ejercicio posterior, Jimmy Choo continuó siendo la única sociedad que realizaba este tipo de celebraciones de la junta general.

⁹⁹⁸ RECALDE CASTELLS, A., “Consideraciones de política-jurídica...”, cit., pág. 25.

⁹⁹⁹ V. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J.; SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S., “Valores negociables y custodia...”, cit., pág. 798. A este tipo de mecanismos de representación a través de las cadenas de intermediarios nos hemos referido al definir los tipos de inversores institucionales en el capítulo I. Generalmente se tratará de inversores institucionales de segundo nivel, que actúan como intermediarios entre los titulares reales o finales de los valores y la sociedad emisora, o incluso entre diversos intermediarios si la cadena es suficientemente larga.

Teniendo en cuenta las posibilidades que ofrece la tecnología actualmente, especialmente a través de lo que se conoce como *blockchain*, al que nos hemos referido anteriormente en este propio epígrafe, cabe plantearse si esta tecnología se podría aplicar en el contexto de este tipo de relaciones con un factor internacional. Es decir, se plantea si las sociedades podrían permitir el ejercicio del derecho de voto a los titulares reales a pesar de que estos se encuentren en el extranjero, fuera del régimen jurídico de la sociedad cotizada en cuestión, evitando, por tanto, la utilización de los clásicos intermediarios. Sobre esta posibilidad, v. el trabajo de YERMACK, D., “Corporate governance and blockchains”, *Rev. Fin.*, 21, 1, 2017, págs. 7-31, pág. 23 y ss., en el cual se expone que este tipo de mecanismos permitiría que las votaciones societarias fueran más ajustadas a los deseos de los accionistas. Sin embargo, el autor obvia el efecto que tiene sobre esta cuestión la “apatía racional” de los inversores por la que a pesar de que tengan las facilidades suficientes para ejercer el voto podrían continuar sin emitirlo. Asimismo concluye que el *blockchain* aplicado como sistema que permite controlar en todo momento la titularidad de las acciones, podría también permitir a los inversores institucionales y a otros accionistas activistas beneficiarse de un mecanismo que les facilita la compraventa de valores con menores costes y con mayor rapidez lo que no deja de ser un incentivo para que utilicen estrategias de arbitraje y no de inversión a largo plazo.

Sobre los aspectos técnicos y las cuestiones del proceso de legitimación que podrían ser cubiertas por este sistema de *blockchain* v. WALL, E.; MALM, G., “Using Blockchain Technology and Smart Contracts to Create a Distributed Securities Depository”, *Lund University - Thesis repository*, 2016, págs. 45, 73, consultado el 22 de septiembre de 2018 en <http://www.eit.lth.se/sprapport.php?uid=987>.

en diversos códigos de buen gobierno corporativo así como por el legislador, especialmente respecto a la protección del principio de transparencia, la facilitación del ejercicio y delegación del voto a distancia, especialmente en el caso de no residentes y la posibilidad de votar de forma electrónica.¹⁰⁰⁰

Si la participación en la junta general por medios electrónicos ya es complicada por los diferentes obstáculos formales y tecnológicos, la participación de no residentes es aún más compleja. Los requisitos para acreditar la identidad de los accionistas y su verdadera voluntad son en ocasiones excesivamente rigurosos.¹⁰⁰¹ Lo que en parte es lógico debido a las complejas cadenas de tenencia de valores que existen en estos casos, con la presencia de varios intermediarios financieros, incluido el depositario central de valores del Estado de origen de la emisión. El tema se complica aún más debido a que cuando un inversor extranjero tiene en su cartera valores españoles, la titularidad de este no aparecerá directamente en los registros de Iberclear, sino que esta titularidad únicamente figurará en los registros de la central depositaria extranjera y en los registros de las entidades participantes.¹⁰⁰²

Por lo tanto, en muchas ocasiones, el titular que figure a efectos del ejercicio de los derechos, que será el que figure en el registro de detalle de las entidades adheridas a Iberclear, no siempre coincidirá con el titular real, ya que el que figurará será el custodio que está al final de la cadena de anotaciones en cuenta.¹⁰⁰³ En los Estados Unidos, de forma similar, habitualmente los valores figurarán a nombre del bróker o del banco que ejerza de custodio, y no en nombre del titular real.¹⁰⁰⁴

¹⁰⁰⁰ MATEU DE ROS CEREZO, R., “Introducción: Accionistas Institucionales...”, cit., pág. 14.

¹⁰⁰¹ ILLESCAS ORTIZ, R., “El ejercicio electrónico de...”, cit., págs. 805-806.

¹⁰⁰² Para poder entender este tipo de cadenas de custodia es conveniente consultar algún tipo de esquema en el que se puedan observar las diferentes relaciones entre las entidades participantes, entre otros, los que recoge GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J.; SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S., “Valores negociables y custodia...”, cit., págs. 802-805.

¹⁰⁰³ Los titulares reales no figurarán en el registro de detalle de la entidad adherida a Iberclear, sino únicamente en la cuenta colectiva a favor del intermediario financiero (el custodio global extranjero). V. GALLEGO CÓRCOLES, A., *Asesores de Voto...*, cit., pág. 26. En estos casos se habla de una disociación entre el beneficiario efectivo, el titular real de las acciones y el titular formal o intermediario.

¹⁰⁰⁴ KAHAN, M.; ROCK, E. B., “The Hanging Chads of Corporate Voting”, *Geo. L. J.*, 96, 4, 2008, págs. 1227-1281, págs. 1236-1248.

Este tipo de situaciones en las que el titular real de la acción no coincide con el titular a efectos del ejercicio de los derechos (que será el custodio que figura en Iberclear), supondrá una disociación del riesgo económico y político de la acción, y un contexto perfecto para que se pueda producir *empty voting* (voto vacío).¹⁰⁰⁵ Por tanto, lo conveniente sería articular un sistema en el que se pudiera dar instrucciones a estos custodios sobre el sentido del voto y que hubiera mecanismos para poder controlar que este las siguiera.¹⁰⁰⁶ En este sentido fue aprobado el art. 13 de la Directiva 2007/36, traspuesto a nuestro Derecho en el art. 524 LSC, sobre la delegación de la representación y el ejercicio del voto por parte de entidades intermediarias, al que nos hemos referido al tratar de la cuestión de la captación de apoderamientos.¹⁰⁰⁷

¹⁰⁰⁵ Cuando existe una disociación entre la titularidad real (la del *beneficial owner*) y la titularidad formal o fiduciaria (la del *nominee*) podría terminar por convertirse en el escenario para un supuesto de *empty voting*. En el fondo, en ambos casos, el titular real será el que sufrirá el riesgo económico, mientras que el titular fiduciario podrá ejercer los derechos libre de este riesgo, salvo que se fije algún tipo de cortapisa. V. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Los Problemas Societarios (I)...”, cit., pág. 641; y PALÁ LAGUNA, R., “La extensión del deber...”, cit., págs. 227-229.

¹⁰⁰⁶ V. GALLEGO CÓRCOLES, A., *Asesores de Voto...*, cit., págs. 113-114. Entre las diversas opciones que se pueden plantear, una de las más convenientes consiste en utilizar la posibilidad que tienen los intermediarios financieros de abrir sub-depósitos individuales o recurrir a subcustodios de valores. El art. 65.3 RD 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, ya lo prevé para los instrumentos financieros depositados en el extranjero. V. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J.; SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S., “Valores negociables y custodia...”, cit., pág. 807. Especialmente peligroso será el caso en el que la misma entidad depositaria maneje cuentas individuales y sus propios valores, en esos casos se deberán establecer especiales deberes de diligencia y establecer una vigilancia periódica.

También sobre esta cuestión, el RE 2018/1212 ha recogido una serie de requisitos mínimos, así como ha establecido unos plazos que se deben observar respecto, entre otras cuestiones, el ejercicio de los derechos en los actos societarios. En concreto, respecto al ejercicio del derecho de voto, se establece un formato específico de confirmación de la recepción de los votos así como del registro y el recuento (art. 7, y los cuadros 6 y 7 del anexo).

¹⁰⁰⁷ Una vez comprobado que con las herramientas de *soft law* no era suficiente para garantizar el correcto ejercicio del derecho de voto por estos inversores, el legislador europeo consideró necesario trasladar estas medidas al Derecho positivo. V. RONCERO SÁNCHEZ, A., “La actuación de las entidades...”, cit., págs. 105-108.

Así, en la Exposición de Motivos de la Directiva 2007/36, en el punto (11), se expone la dificultad que existe en estos casos para que la votación se haga con eficacia, es decir, que las instrucciones lleguen a través de la cadena de intermediarios. Estos intermediarios en muchas ocasiones no tendrán intereses económicos para proceder correctamente por sí mismos, por lo que se hace necesaria la intervención del Estado para garantizar que presten correctamente su servicio. Para tratar que este proceso sea lo más efectivo posible, se publicó el anteriormente mencionado RE 2018/1212 (v. el epígrafe 6.5. del capítulo I).

Si participan entidades que se encuentren domiciliadas fuera de la Unión Europea, es posible que sea más complicado conseguir que actúen de forma previsible y homogénea. En esta línea algunos autores plantean la necesidad de tratar de conseguir una cierta armonización a nivel internacional para prevenir conflictos que puedan surgir por aplicar diferentes sistemas normativos a lo largo de la cadena de tenencia indirecta transnacional de valores.¹⁰⁰⁸

6.3.- Con posterioridad a la celebración de la junta general de accionistas

Una vez celebrada la junta general, los accionistas que estén en desacuerdo con la ejecución del proceso todavía tienen la vía de la impugnación de acuerdos o la acción social de responsabilidad contra los administradores.

Ahora bien, las principales estrategias utilizadas por los inversores institucionales para controlar a los administradores no será generalmente la vía judicial, sino que de forma más habitual utilizarán el mecanismo de proposición de asuntos en el seno de la celebración de la junta general o las *proxy fights* para tratar de alcanzar un porcentaje de control suficiente, como hemos indicado en las páginas anteriores. El recurso a la vía judicial por parte de estos inversores se reducirá a casos de abuso flagrante, debido a los altos costes asociados a este proceso cuando el resultado en muchos casos será incierto.¹⁰⁰⁹

6.3.1.- La impugnación de acuerdos sociales

Respecto al régimen de impugnación de acuerdos, podemos decir que es el mecanismo a través del cual los socios, administradores y, en ciertos supuestos, terceros

En virtud del considerando (10) de esta norma, se busca que el tratamiento de la información entre la cadena de intermediario, incluido el ejercicio del derecho de voto, se realice lo más rápido posible de forma que los accionistas puedan “reaccionar en un tiempo razonable” y dentro de los plazos que se marquen en el correspondiente acto societario (o evento corporativo).

¹⁰⁰⁸ Entre las propuestas existentes a nivel supranacional, podemos destacar el Convenio UNIDROIT sobre reglas sustantivas para valores custodiados por intermediarios, aprobado en Ginebra el 9 de octubre de 2009, al que también nos hemos referido en el capítulo I *in fine*. Este Convenio tiene como principal objetivo crear un marco legal común para el mantenimiento de valores, con especial atención a los riesgos sistémicos y legales, así como a la protección de los inversores. V. BARRACHINA, E., *Derecho del Mercado de Valores*, Difusión Jurídica, Madrid, 2017, págs. 468-469. También entre las iniciativas supranacionales podemos citar el Anteproyecto de Directiva europea sobre valores. Aunque ni este (lógicamente porque es un anteproyecto), ni el Convenio UNIDROIT se encuentran aún en vigor en España. Sobre ambas medidas, v. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J.; SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S., “Valores negociables y custodia...”, cit., págs. 812-814.

¹⁰⁰⁹ Añade también la dificultad de la prueba en estos procesos de impugnación de acuerdos, TRIÁS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 343.

con una especial vinculación con la sociedad, pueden solicitar por vía judicial la declaración de invalidez de acuerdos adoptados en el seno de la junta general.¹⁰¹⁰ Su régimen se encuentra recogido en los arts. 204 a 208 de la LSC.¹⁰¹¹ La fundamentación clásica de una regulación especial en materia de impugnación societaria frente al régimen general civil se encuentra en la protección del tráfico mercantil y la seguridad jurídica, así como de la especialidad de estos actos; no debe olvidarse también la necesaria tutela de los socios minoritarios frente al poder de decisión de la mayoría (o de los socios de control).¹⁰¹²

¹⁰¹⁰ Seguimos en esta definición a ALCALÁ DÍAZ, M. Á., *El derecho de impugnación...*, cit., pág. 15.

¹⁰¹¹ Este régimen fue modificado en 2014 con un doble objetivo: mejorar la tutela del interés social y la protección de los derechos de las minorías, pero también para restringir o limitar aquellos aspectos que permitieran dar un uso oportunista o fraudulento del derecho de impugnación sobre el que hablaremos al final de este apartado.

Las diferencias de este régimen general respecto a las sociedades cotizadas es principalmente el plazo de caducidad de la acción para aquellos acuerdos que no resulten contrarios al orden público, fijándose en tres meses (art. 495.2.c) LSC) cuando de forma general estas acciones caducan en el plazo de un año (art. 205.1 LSC). Respecto a los acuerdos contrarios al orden público, tanto para sociedades cotizadas como para el resto de sociedades anónimas, la acción de impugnación no caducará ni prescribirá, priorizándose la defensa del orden público sobre el principio de estabilidad de los acuerdos (MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M. T., “El nuevo régimen de impugnación de los acuerdos de las Juntas Generales en las Sociedades de Capital: las causas de invalidez y los motivos de inimpugnabilidad”, *RDBB*, 137, 2015, págs. 63-114, pág. 80).

¹⁰¹² ALCALÁ DÍAZ, M. Á., *El derecho de impugnación...*, cit., pág. 64 y ss. La realidad del modelo clásico de la estructura de capital de nuestro país donde habitualmente las sociedades cotizadas estaban controladas por un pequeño grupo accionarial, es lógico asumir que el ejercicio de esta acción se realiza contra la “mayoría”, entendiéndose por esta a los socios de control. Consideramos, al igual que la autora, que se ajusta mejor a las sociedades cotizadas la terminología de socios de control o *blockholders*, que una mera referencia a la “mayoría”.

Sin embargo, en la actualidad, como ya hemos indicado en el capítulo anterior, la estructura media de las sociedades cotizadas españolas cada vez tiende más a una estructura anglosajona con un capital cada vez más disperso, por lo que en cierta medida también podríamos hablar de control de los administradores, que a través de los procesos de captación de apoderamientos hayan conseguido sacar adelante asuntos que puedan ser objeto de impugnación. Destacamos, con especial interés, la sección que dedica la autora a la utilización de esta herramienta por parte de los inversores institucionales y las asociaciones de accionistas (págs. 152 y ss.).

En general, sobre la utilización de esta herramienta como mecanismo de gobierno corporativo, en especial como protección de la minoría, también se puede consultar ALBA FERNÁNDEZ, M., “Los derechos de la minoría cualificada en las sociedades de capital bajo el Anteproyecto de Ley de Código Mercantil”, en AA.VV., *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*, M.J. Morillas Jarillo, P. Perales Viscasillas, L.J. Porfirio Carpio, (dirs.), Universidad Carlos III de Madrid, Getafe, 2015, págs. 521-539, págs. 524-526.

No obstante, la consideración de que ciertos accionistas hicieran un uso abusivo de este mecanismo de control, hizo que, en primer lugar, el CUBG recogiera la necesidad de racionalizar y restringir el ejercicio de este derecho.¹⁰¹³ Posteriormente, esta consideración fue trasladada al Derecho positivo a raíz de la modificación de 2014.¹⁰¹⁴

Lo cierto es que realmente el número de impugnaciones planteada en el seno de las sociedades cotizadas, al igual que en otros países, sigue siendo muy bajo; señalándose el poco nivel de reactivación accionarial que se ha alcanzado hasta este momento.¹⁰¹⁵ De esta forma, en los países anglosajones, prevalece el uso de medidas más “económicas” o eficientes, como es el uso de las herramientas del mercado como son la transparencia y la seguridad del mercado como protección del inversor minoritario o, por parte de los inversores, incluso la simple utilización de la regla de Wall Street, donde simplemente abandonen la inversión.¹⁰¹⁶ Sin embargo, en la Europa continental, debido a la menor dispersión accionarial se mantenido en mayor medida los mecanismos propios del Derecho societario junto a los mecanismos de mercado (transparencia e información).¹⁰¹⁷ Respecto a la utilización de este mecanismo por parte de los inversores institucionales en

¹⁰¹³ En contra de este movimiento se situaba gran parte de la doctrina mercantilista española. Destaca, entre ellos, la posición de SANCHEZ CALERO que consideraba que es imposible tildar de uso “*indebido, excesivo o abusivo*” del derecho de impugnación cuando su uso es más bien escaso, salvo en algunos supuestos muy concretos y anecdóticos ocurridos durante la redacción del CUBG (SÁNCHEZ CALERO, F., *La Junta General...*, cit., págs. 402-403).

¹⁰¹⁴ Entre las modificaciones más relevantes sobre el régimen de impugnación de acuerdos a raíz de la Ley 31/2014 destaca la restricción de los motivos que pueden ser objeto de impugnación, especialmente en materia de información insuficiente o incorrecta. V. MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M. T., “La restricción en los motivos de impugnación de los acuerdos sociales y su control en el proceso (art. 204.3 LSC). En particular, la impugnación por información insuficiente o errónea”, *RDBB*, 147, 2017, págs. 15-28, págs. 19-22.

¹⁰¹⁵ El caso de las acciones de impugnación es especialmente abusivo por los elevados costes, v. GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 251.

¹⁰¹⁶ ALCALÁ DÍAZ, M. Á., *El derecho de impugnación...*, cit., pág. 52-56 y 59.

¹⁰¹⁷ Aunque frente al uso del derecho de impugnación será más habitual que se utilicen otros mecanismos societarios como herramientas de control; como puede ser el caso de algunos de los mecanismos a los que hemos hecho referencia en las fases anteriores de la celebración de la junta y que van en la línea del fomento de la participación de los accionistas en la junta (v. ALCALÁ DÍAZ, M. Á., *El derecho de impugnación...*, cit., pág. 64). Teniendo en cuenta que estamos hablando de un contexto de sociedades cotizadas controladas por *blockholders*, el mecanismo de impugnación de acuerdos sociales será un medio imperfecto para hacer valer los deberes fiduciarios del accionista de control y, por tanto, poco eficiente para los inversores institucionales presentes en el mercado español (SÁEZ LACAVE, M. I.; GUTIÉRREZ URTIAGA, M., “Los retos del gobierno...”, cit., pág. 43).

nuestro país, obviamente, si la utilización en general no es alta, mucho menor lo es por parte de estos inversores.¹⁰¹⁸

Por último queremos mencionar que, si bien en nuestro entorno el uso abusivo del derecho de impugnación no ha sido generalizado, en otros países sí que ha sido, especialmente debido al fenómeno del “accionista depredador”. Esta figura del “accionista depredador” es ya un clásico entre los supuestos de abuso de la minoría, y se trataría de un accionista que adquiere las acciones con la única finalidad de ejercer abusivamente los derechos asociados. Por esto mismo, su presencia generalmente se limita a las sociedades cotizadas donde es más fácil adquirir las acciones a través del mercado de valores poco antes de la celebración de la junta general de accionistas. Habitualmente las materias sobre las que impugnará los acuerdos serán las relativas a asuntos de especial trascendencia empresarial, como puede ser un proceso de fusión o un aumento de capital. Con posterioridad, solicitará la concesión de algún tipo de ventaja, que puede ir desde el pago de una cantidad de dinero u otras condiciones económicas hasta el nombramiento de un consejero, a cambio de la retirada de la demanda. Obviamente, teniendo en cuenta el carácter estratégico de los asuntos impugnados, la sociedad tendrá un especial interés por terminar el proceso judicial para poder sacar adelante dichos proyectos por lo que en ocasiones es posible que claudiquen.¹⁰¹⁹

6.3.1.- La acción social de responsabilidad

Fuera del proceso de la celebración de la junta, los accionistas y, lógicamente, los inversores institucionales, también podrán ejercer la acción social de responsabilidad contra los administradores. En nuestro ordenamiento, la legitimidad para el ejercicio de la acción social de responsabilidad contra los administradores corresponde, al menos inicialmente, a la junta general.¹⁰²⁰ El planteamiento de la acción deberá acordarse previamente por mayoría ordinaria en la junta general a solicitud de cualquier socio,

¹⁰¹⁸ V. ALCALÁ DÍAZ, M. Á., *El derecho de impugnación...*, cit., pág. 64-68, 144 y ss. La autora señala una escasa utilidad de este mecanismo para los inversores institucionales por los motivos ya descritos y especialmente debido a los costes asociados, teniendo en cuenta además que es muy posible que sea más económica la desinversión en la sociedad participada.

¹⁰¹⁹ Sobre la cuestión de los accionistas depredadores, V. entre nosotros, FUENTES NAHARRO, M., “El accionista «depredador». Un acercamiento a la figura y su problemática a partir de la experiencia comparada”, *RDBB*, 31, 128, 2012, págs. 7-34, en especial las páginas 14 y ss.

¹⁰²⁰ Tal y como se recoge en los arts. 160 b) y 238 de la LSC. El régimen de la acción social de responsabilidad está regulado en los arts. 238 a 241 *bis* de la LSC.

aunque no figurara dicho asunto en el orden del día.¹⁰²¹ Este acuerdo supondrá la destitución de los administradores afectados.

En el supuesto de que los administradores no convocaran la junta, si no se alcanzara el acuerdo en la junta o si trascurrido un mes del acuerdo la sociedad, esta no iniciara el procedimiento, aquellos accionistas que tengan individual o colectivamente una participación suficiente para solicitar la celebración de la junta podrán entablar directamente la acción social de responsabilidad.¹⁰²² Inicialmente tendrán que asumir en todos los gastos relativos al procedimiento judicial, pero, si alcanza una estimación total o parcial de la demanda, la sociedad deberá reembolsar estos gastos.¹⁰²³ Si bien esta regulación permite en cierto modo aligerar los problemas asociados al ejercicio de acciones colectivas, el hecho de tener que anticipar los fondos para cubrir los gastos asociados seguirá suponiendo una barrera para algunos accionistas.¹⁰²⁴

Es especialmente interesante señalar que la LSC prevé expresamente la posibilidad de impugnar aquellos acuerdos que, si bien no causan un daño patrimonial, se imponen de manera abusiva por la mayoría. Por abusividad en este caso se entenderá aquellos supuestos en los que se adopte un acuerdo que atienda a una necesidad razonable de la

¹⁰²¹ Obviamente será más interesante que no figure en el orden del día de forma que los administradores no puedan tratar de plantear mecanismos de protección. Sobre los asuntos que no requieren figurar en el orden del día, incluido también el cese de los consejeros, y en especial la jurisprudencia sobre esta cuestión, v. ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “La junta, los acuerdos sociales, la prohibición de la unanimidad y el reconocimiento de derechos de veto a los socios”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez, (coord.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 685-719, pág. 696; VIVES RUIZ, F., “Impugnación de acuerdos...”, cit., pág. 63 y 82.

¹⁰²² Con la limitación de que la interposición de la acción se fundamente en una infracción del deber de lealtad de los administradores.

¹⁰²³ Salvo que ya hubiera recibido este reembolso a lo largo del desarrollo del procedimiento, ad.ex. si se condena en costas al administrador demandado, tal y como se indica en el art. 239.2 de la LSC.

¹⁰²⁴ En estos supuestos es difícil movilizar a los inversores institucionales porque lo primero que van a tener en cuenta es la alta posibilidad de que se produzcan casos de *free riders*, es decir, de accionistas que sin participar en el ejercicio de la acción y sin asumir ningún tipo de esfuerzo, ya sea económico o incluso simplemente de tiempo, se aprovechen de los beneficios globales que se obtengan si prospera la acción social de responsabilidad. Sobre los costes asociados a este tipo de acciones colectivas (*class actions*) y la aplicación de la *Prudent Man Rule* que lleva en cierta medida a los inversores institucionales a ejercer estas acciones, v. GORDON, J. N., “The Puzzling Persistence...”, cit., págs. 64, 68 y 100-101. Entre nosotros, ha estudiado esta cuestión GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 252.

sociedad, obteniendo una parte de los accionistas un beneficio privativo en detrimento de los demás socios.

En cuanto a los Estados Unidos, desde hace más de 70 años, la utilización de la vía judicial ha ido creciendo en su uso como mecanismo de vigilancia frente a los abusos del órgano de administración de las sociedades cotizadas.¹⁰²⁵ El tipo de litigio más utilizado ha ido variando según cada momento temporal, así si bien inicialmente fue más habitual utilizar los *derivative suits*, posteriormente fueron las *securities class actions* de carácter federal.¹⁰²⁶ De forma más reciente, parece que está repuntado la utilización de *merger litigation*, una suerte de procesos judiciales relativos a los procesos de fusión que, aunque a nivel técnico su aplicación es más compleja, los beneficios para los accionistas pueden ser mayores.¹⁰²⁷ Algunos autores han analizado si en la actualidad, tal y como están configuradas estas herramientas de control, tanto en los Estados Unidos, como en otros países, ad.ex., el Reino Unido u Holanda, suponen un incremento en la valoración de la sociedad y en los beneficios para los accionistas, para concluir que se debería prohibir que existieran incentivos para los abogados o agencias que tramiten este tipo de acciones, ya que esto distorsiona los resultados, así como la duración de los procesos.¹⁰²⁸

En esta misma línea, destaca la proliferación de empresas que ofrecen servicios para interponer este tipo de acciones colectivas de forma parecida a como realizan los *proxy advisors* cuando tratan de dar cobertura a los inversores institucionales que necesitan

¹⁰²⁵ En los Estados Unidos, el recurso a este tipo de acciones sociales de responsabilidad, a diferencia de otros países, se vio afectada por la propia disponibilidad del mecanismo, ya que su regulación no llegó hasta finales de los años 60 (COFFEE, JR., J. C., “The Rise of Dispersed Ownership...”, cit., pág. 68).

¹⁰²⁶ V. COX, J. D.; THOMAS, R. S., “The Evolution in the U.S. of...”, cit., pág. 907; GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 252.

¹⁰²⁷ Sobre el último tipo de acción social al que hemos hecho referencia, los *merger litigation* (aunque también pueden ser relativos a procesos de adquisición, en especial los *leveraged buyouts*), v. MCCAHERY, J. A.; DE ROODE, F. A., “Corporate Litigation in Specialized Business Courts”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 959-980, pág. 961.

¹⁰²⁸ V. MCCAHERY, J. A.; DE ROODE, F. A., “Corporate Litigation...”, cit., pág. 980. Según los autores, los resultados más positivos tanto para la sociedad como para los accionistas se obtenían cuando el único incentivo que recibían los abogados del proceso era la mejora de su reputación y si se prevalecía la resolución del conflicto por medio de acuerdos extrajudiciales sin contenido económico.

ejercer correctamente sus derechos de voto en cumplimiento de sus obligaciones fiduciarias.¹⁰²⁹

7.- Intervenciones en el consejo de administración

En España realmente el problema de separación de la propiedad y control no es similar (al menos hasta el momento)¹⁰³⁰ al que podemos encontrar en los países anglosajones.¹⁰³¹ En nuestro caso, el consejo de administración realmente ya está controlado por los accionistas de control, que además, en ocasiones, nombran a sus propios representantes.¹⁰³² Por el contrario, en los Estados Unidos el nombramiento se realiza a propuesta del propio consejo de administración. Aunque, en ambos países, como consecuencia de la aplicación de los principios de buen gobierno, la propuesta de nombramiento o reelección venga del comité de nombramientos que deberá estar formado total o mayoritariamente por consejeros independientes.

Entre nuestras sociedades cotizadas, si bien no es habitual, sí es posible encontrar algunos inversores institucionales que se implican directamente en la gestión de la empresa, al nombrar un consejero como su representante. Su acceso al consejo puede realizarse a través de dos vías: en primer lugar, pueden negociar de forma informal con los actuales consejeros o con el accionista de control la inclusión de un representante

¹⁰²⁹ Así, ad.ex., el principal *proxy advisor* a nivel mundial, ISS (*Institutional Shareholder Services*) al menos desde 2009, dentro de su segmento de negocio denominado “*Governance Services*” incluye los siguientes servicios: *Proxy research and voting*, *global proxy distribution services* y, un servicio específico de sobre *Securities Class Action*. Este departamento ofrece servicios de interposición y supervisión de demandas colectivas en materia de valores (*securities class actions*) a aquellos inversores institucionales que, en virtud de los estatutos de su compañía o de la regulación estatal tengan la posibilidad de recuperar las costas en este tipo de procedimientos. De igual forma se puede encontrar un departamento similar en otro de los principales *proxy advisors*, *Glass Lewis*. En su caso añade que también ofrecen como servicio el poder identificar aquellos aspectos que pueden ser objeto de reclamación y su cuantificación (v. CENTER ON EXECUTIVE COMPENSATION, “A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo. The Case for Greater Accountability and Oversight”, c11-07b, 2011, pág. 31; y COX, J. D.; THOMAS, R. S., “The Evolution in the U.S. of...”, cit., pág. 907).

¹⁰³⁰ Si bien, como hemos mencionado con anterioridad, la estructura accionarial de las sociedades cotizadas españolas cada vez se asemeja más a la de los países anglosajones con un accionariado cada vez más disperso, por lo que estas afirmaciones es probable que varíen en unos años.

¹⁰³¹ En estos países el poder está especialmente localizado en la dirección de la empresa, más incluso que en el propio consejo de administración (TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 208).

¹⁰³² Por tanto, en las sociedades cotizadas españolas, en muchas ocasiones el contrapoder de los inversores institucionales, más que sobre el consejo deberá ejercerse frente a los accionistas de control.

cuando proceda el nombramiento y renovación de los cargos de administrador; o, en el supuesto de no conseguir este nombramiento de forma negociada, recurrir al nombramiento por el sistema de representación proporcional.¹⁰³³ Es muy probable que la participación necesaria sea considerablemente elevada, ya que, teniendo en cuenta que el tamaño del consejo recomendado en el CBG es de entre cinco y quince miembros, el porcentaje mínimo necesario variará entre el 20% y alrededor del 6,67%. Lógicamente, pocos inversores institucionales de forma individual podrán alcanzar estos porcentajes y dependerán de coaliciones con otros inversores institucionales para alcanzarlo.¹⁰³⁴ Sin embargo, del análisis de la composición de los consejos de administración de las sociedades cotizadas incluidas en el índice Ibex-35 no se desprende que se haya procedido de tal forma en ninguno de los casos.¹⁰³⁵

A este obstáculo le debemos sumar que para los inversores institucionales, un nivel de implicación tan alto con una cotizada les supondría una gran asignación de recursos y no siempre está claro que sea rentable económicamente.¹⁰³⁶ Además, este nivel de participación hace poco viable la posibilidad de desinvertir a corto o medio plazo, lo que hará poco atractiva esta herramienta para muchos inversores institucionales, salvo que ya tengan un vínculo especial o un compromiso a largo plazo con la sociedad.¹⁰³⁷

La baja participación de los inversores institucionales en el seno del consejo de administración no significa que no reconozcan la utilidad de tener acceso al consejo. Sin embargo, en muchos casos, preferirán tomar medidas que garanticen el funcionamiento independiente de este órgano sin su participación directa, ya sea mediante la evaluación

¹⁰³³ V. el epígrafe 6.2.2. *in fine* de este capítulo.

¹⁰³⁴ GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 254.

¹⁰³⁵ Información extraída de la página web de la CNMV donde se publican los IAGCs de las sociedades emisoras (<https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/EE/BusquedaIGC.aspx>).

¹⁰³⁶ Pensemos que si ya supone una carga para la mayoría de los inversores institucionales simplemente ejercer sus derechos de voto, el recabar la información y los conocimientos necesarios para implicarse en la gestión de la sociedad será una verdadera odisea (V. COFFEE, JR., J. C., “Liquidity Versus Control...”, cit., págs. 1293-1294).

¹⁰³⁷ Esto no significa que se deba limitar o prohibir la participación de los inversores institucionales en el consejo de administración, pero hay que tener en cuenta que no se puede esperar de ellos que participen activamente a través de esta vía. Otra cosa es que se quiera incentivar su inversión a largo plazo, en cuyo caso podría ser interesante esta posibilidad (GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 254).

de la gestión que se realiza en el seno de la junta general o mediante el establecimiento de canales informales de comunicación con los miembros del consejo y de la dirección, dentro de las herramientas extraorgánicas.¹⁰³⁸

Respecto a la primera de las cuestiones, los inversores institucionales velarán y controlarán la independencia de los consejeros, especialmente de aquellos que formen parte de los comités de auditoría y de nombramientos y remuneraciones; así como del presidente del consejo. Sin embargo, esta tarea no está especialmente asignada a este tipo de inversores, sino que en general se establecerán límites en nuestro Derecho positivo para que se cumpla, como puede ser mediante la utilización de la figura del consejero independientes.¹⁰³⁹

En cualquier caso, la doctrina tampoco considera que la participación directa de los inversores institucionales en el consejo de administración sea el mecanismo más adecuado para el ejercicio del control del órgano de administración. De esta forma, la mayoría considera que su representación ya estaría correctamente recogida a través de los consejeros independientes.¹⁰⁴⁰

Por un lado, se considera que no es conveniente esta representación directa porque, como hemos indicado al tratar de las competencias de la junta general, supondría nombrar un consejero dominical, ya que son designados en representación de un accionista o grupo de accionistas (art. 529 *duodecies* de la LSC). Esto vendría en cierta medida a agravar los problemas de agencia ya que estos inversores institucionales serían a todos los efectos

¹⁰³⁸ Aunque en España no es tan habitual, los inversores institucionales también podrán actuar de forma indirecta mediante la publicación de notas de prensa en las que se critique la actuación del ejercicio del órgano de administración. V. TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 211.

¹⁰³⁹ Como bien dice TRÍAS SAGNIER, “*el debate relativo a las funciones y estructura del órgano administrativo se planteó con anterioridad al inicio del activismo de los inversores institucionales en materia societaria*”, por lo que esta materia ha evolucionado de forma independiente buscando dar solución al mismo tipo de problemas respecto a los conflictos de intereses que se pueden generar en el seno de la sociedad cotizada (TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 194). Desde hacía décadas, la mayoría de los expertos en materia de gobierno corporativo ya eran conscientes de que en materia control del órgano de administración la independencia de sus miembros era una de las medidas más efectivas. Estas consideraciones fueron poco a poco recogidas en los diferentes códigos de buen gobierno corporativo y en muchos países hoy en día incluso forman parte del Derecho positivo.

¹⁰⁴⁰ ESTEBAN VELASCO, G., “La renovación de la...”, cit., pág. 139.

accionistas de control.¹⁰⁴¹ En segundo lugar, y en cierta medida relacionado con lo anterior, es probable que los inversores institucionales que nombren a sus representantes en el consejo no utilicen esta oportunidad para mejorar el gobierno corporativo de la sociedad, sino que lo hagan para fines privados, como puede ser el tener acceso a información privilegiada o para promover la conclusión de contratos que les beneficien, en resumen, toda una suerte de supuestos que pueden generar abusos y conflictos de interés.¹⁰⁴²

En los Estados Unidos, durante los primeros años de presencia de los inversores institucionales, su participación en el consejo de administración, por motivos similares a los que hemos esgrimido para el caso español, fue más bien limitada. Sin embargo, a finales del siglo XX y hasta nuestros días, su participación, directa o indirectamente, ha ido influyendo tanto en el órgano de administración como en el equipo de dirección.¹⁰⁴³ En cualquier caso, en términos general, hay muchos más efectos que la mera presencia en el órgano que sigue sin ser generalizada. Este sería el caso del menor uso del sistema de renovación parcial (*staggered boards*), mayor participación en los acuerdos de nombramiento de los consejeros y algunos cambios normativos en relación con este órgano.¹⁰⁴⁴

8.- Intervenciones extraorgánicas

A lo largo de la descripción de las diferentes clasificaciones de los mecanismos de activismo accionarial de los inversores institucionales ya hemos ido indicando muchas de las herramientas o instrumentos que pueden utilizarse de forma extraorgánica por los

¹⁰⁴¹ DEL VAL TALENS, P., “Los consejeros independientes...”, cit., págs. 255-256.

¹⁰⁴² En general, sobre los riesgos de la actuación de los inversores institucionales, Vv. GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 265-270.

¹⁰⁴³ KAHAN, M.; ROCK, E. B., “Embattled CEOs”, cit., págs. 995, 1001. Los autores señalan que este fenómeno trae causa del constante crecimiento de los fondos de pensiones públicos y sindicales (como es el caso de Fidelity) y del surgimiento de los *hedge funds*. Sobre el caso de CalPERS y su participación en los consejos de administración v. COFFEE, JR., J. C., “Liquidity Versus Control...”, cit., págs. 1293-1294.

¹⁰⁴⁴ Sobre estas modificaciones, y otras relativas a la junta general, v. KAHAN, M.; ROCK, E. B., “Embattled CEOs”, cit., págs. 1007-1013.

inversores institucionales. El origen de este movimiento informal y, dónde más se produce incluso en la actualidad, es el Reino Unido.¹⁰⁴⁵

En primer lugar, cabe destacar que la utilización de esta vía más informal no obsta de la utilización de las herramientas que se ejerzan en el contexto de la junta general o del consejo de administración. En segundo lugar, hay que señalar que la utilización de estas herramientas suele realizarse con el objetivo de ejercer mayor presión sobre los administradores o los grupos de control pero, en algunas ocasiones también sobre los poderes públicos a modo de *lobby*.¹⁰⁴⁶

En nuestro entorno, ya existen varios ejemplos de reformas legislativas que han sido impulsadas por los inversores institucionales, como puede ser la Ley de Transparencia, el ejercicio del derecho de voto por los minoritarios y no residentes, el nombramiento de consejeros independientes, o la utilización de las *stock-options* en los sistemas de remuneración de los consejeros y directivos, entre otros.¹⁰⁴⁷

Entre los diferentes mecanismos que pueden utilizar los institucionales encontramos los de contacto directo, como puede ser el envío de cartas o reuniones con el consejo de administración¹⁰⁴⁸ o, de forma indirecta, con la publicación de notas de prensa criticando algún aspecto societario o anunciando cómo van a proceder respecto a alguna materia; o mediante la constitución de algún tipo de organización a través de la

¹⁰⁴⁵ Como ya hemos indicado, la mayoría de los inversores institucionales británicos prefieren actuar de forma informal y silenciosa. V. BLACK, B. S.; COFFEE, JR., J. C., “Hail Britannia...”, cit., pág. 2002. Asimismo, destacamos que el propio Informe Cadbury hablaba de promover este tipo de canales de comunicación, especialmente con los consejeros y altos directivos, y que se utilizaran de forma regular y sistemática. De esta forma se podrían intercambiar puntos de vista entre los accionistas y el consejo de administración y, en su caso, los altos directivos.

¹⁰⁴⁶ RONCERO SÁNCHEZ, A., “Los inversores institucionales...”, cit., pág. 670.

¹⁰⁴⁷ MEDIALDEA GARCÍA, B.; ÁLVAREZ PERALTA, I., *Liberalización financiera...*, cit., pág. 17; TAPIA HERMIDA, A. J., “Normas de conducta en el mercado de valores y gobierno corporativo de las sociedades cotizadas”, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. II, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, págs. 1381-1404, pág. 1398.

¹⁰⁴⁸ Sin embargo, parte de la doctrina no considera un mecanismo que se ajuste a los valores del gobierno corporativo el establecimiento de unos canales formales de comunicación entre ciertos accionistas y el órgano de administración ya supone una quiebra del principio de igualdad de trato que rige en el Derecho societario (MATEU DE ROS CEREZO, R., “Principio de igualdad de trato...”, cit., pág. 20; TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 220).

cual podrían coordinarse con el resto de accionistas. Respecto a esta última posibilidad, cabe decir que, estas organizaciones pueden revestir el carácter de asociaciones de accionistas,¹⁰⁴⁹ lo que les otorgaría una serie de derechos reconocidos legalmente,¹⁰⁵⁰ o de forma independiente. Algunas de ellas tendrán incluso carácter general, fuera del régimen societario interno, como puede ser el caso de la asociación INVERCO que representa a la gran mayoría de fondos de pensiones e instituciones de inversión colectivas en nuestro país.

9.- La crisis de la junta general de accionistas y el papel de los inversores institucionales

Como hemos visto al tratar los mecanismos de activismo por la vía de la junta general, el escenario natural para desarrollar el control accionarial sobre los gestores es la junta general de accionistas. La junta general es el órgano de representación de los accionistas, la reunión en la que los socios deciden por mayoría legal o estatutariamente establecida sobre los asuntos propios de la competencia de la junta.¹⁰⁵¹

Sin embargo, desde principios del siglo XX se ha venido discutiendo por parte de la doctrina la capacidad de esta para poder ejercer algún tipo de control efectivo y directo sobre el órgano de administración, tal y como veremos en el siguiente apartado.

¹⁰⁴⁹ Sobre la utilidad de agrupar a los inversores institucionales y, en general, a los pequeños accionistas a través de foros y asociaciones de accionistas como mecanismo para reactivar el activismo accionarial de estos pequeños inversores y con ello la junta general de accionistas. v. GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 246-251; HERNÁNDEZ SAINZ, E., “Las Asociaciones y los Foros...”, cit., págs. 364-369.

Aunque lo cierto es que entre nosotros las asociaciones creadas en su mayoría han terminado por desaparecer tras fracasar en el intento de realizar acciones colectivas. V. ALONSO LEDESMA, C., “Las asociaciones de accionistas”, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, págs. 503-540, págs. 505-506; y HERNÁNDEZ SAINZ, E., “Las Asociaciones y los Foros...”, cit., pág. 374.

¹⁰⁵⁰ Como puede ser un menor porcentaje de legitimación para solicitar el acceso a la identidad de los accionistas (art. 497.2 LSC), el tener reservado un espacio en la página web de la sociedad para facilitar la comunicación entre accionistas, o el llamado “foro electrónico” de accionistas, al que pueden acceder tanto asociaciones como accionistas individuales (art. 539.2 LSC), entre otros.

¹⁰⁵¹ Tal y como se regula en los arts. 159.1, 160 y 161 LSC. Sobre las cuestiones más relevantes en materia de competencias de la junta para los inversores institucionales puede consultarse el epígrafe 6.2.2. de este capítulo.

Los datos no mienten: conforme ha ido aumentando el porcentaje de capital flotante (*free float*) de las sociedades cotizadas españolas, la participación de los accionistas ha decrecido en la misma medida, acercándonos poco a poco a la situación tradicional de los mercados anglosajones.¹⁰⁵²

9.1.- La estructura organizativa de la sociedad cotizada: el problema de la separación de la propiedad y el control

Para entender por qué se considera que la junta general de las sociedades cotizadas está en crisis, creemos necesario referir el origen de la propia estructura organizativa de estas grandes sociedades. En las sociedades anónimas, en general, podemos distinguir dos órganos, un primer órgano deliberante, la junta general de accionistas. En segundo lugar, por la propia naturaleza de las sociedades anónimas, debido a que se tratan de personas jurídicas, estas necesitan un órgano que las gestione y dirija, así como que las represente y actúe en su nombre. En el caso de las sociedades cotizadas este órgano necesariamente adoptarán la forma de consejo de administración (art. 529 *bis* LSC).

Mientras que en las sociedades de responsabilidad limitada, incluso en muchas de las sociedades anónimas cerradas, es común que alguno de los socios o un conjunto de ellos, normalmente los mayoritarios, sean los que administren y gestionen la sociedad directamente, en las sociedades cotizadas es más habitual que el número de accionistas sea tan elevado que haga prácticamente imposible ese ejercicio. Sí que es cierto que, incluso en el caso de las sociedades cotizadas españolas, muchas de ellas siguen teniendo algún tipo de accionista de control que posiblemente nombrará a sus representantes en el

¹⁰⁵² El porcentaje medio de capital que participó en las juntas celebradas en 2016 se situó en el 68,3% (69,6% en 2015). La participación media, en términos del porcentaje de capital presente o representado en la junta, sigue estando negativamente correlacionada con el capital flotante de la sociedad, de tal forma que la primera suele ser mayor cuanto menor es el segundo (COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación - 2017*, pág. 152, consultado el 15 de agosto de 2018 en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anual_2017_.pdf).

También analizan la correlación entre la participación (asistencia y voto) de los accionistas según aumenta la cifra de *free float* (CUATRECASAS GONÇALVES PEREIRA; GEORGESON, *El Gobierno Corporativo y los Inversores Institucionales*, cit., págs. 18-24). Los autores de este informe señalan que existe una cierta correlación negativa, pero que en el último ejercicio tanto el *free float* como la participación han aumentado. Así en 2013 el *free float* de promedio de las sociedades del Ibex-35 era de un 63,18%, siendo actualmente de un 66,28%, mientras que el quorum alcanzado promedio se encontraba en un 65,95% en 2013 y actualmente es del 71,96%. Aunque los autores consideran que ello podría deberse a un aumento del núcleo duro en la estructura de capital de algunas de las cotizadas.

consejo,¹⁰⁵³ pero la tendencia es hacia una reducción de estos supuestos, tal y como se desprende de los últimos informes de la CNMV.¹⁰⁵⁴

Con el tiempo la junta general de accionistas ha ido viendo su capacidad de decisión reducida a una serie de acuerdos muy concretos, generalmente asuntos relativos a la estructura y organización de la sociedad. En algunas sociedades los únicos acuerdos que adopta la junta general de accionistas no pasan de nombramiento y cese de los administradores, la aprobación de las cuentas y del informe de gestión de la administración, la modificación de los estatutos (en muchos casos solicitados por el propio órgano de administración) y la aprobación de las modificaciones estructurales.¹⁰⁵⁵

Así, en los países anglosajones, y cada vez más incluso en la Europa continental, el consejo de administración tiene asignadas la práctica totalidad de las materias de gestión ordinaria de la sociedad. Es más, existe una clara tendencia a delegar en este órgano de gestión incluso facultades respecto a modificaciones estructurales o cuestiones de mayor calado, como puede ser el aumento de capital con posibilidad de delegación de la ejecución del acuerdo en el consejo para el caso de las sociedades anónimas (art. 297 LSC), la delegación de la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente en el caso de emisión de nuevas acciones en las sociedades cotizadas (art. 506 LSC), o más recientemente, la competencia para acordar la emisión y la admisión a negociación de obligaciones, salvo disposición contraria de los estatutos y manteniendo en la junta la competencia de emisión de obligaciones convertibles en acciones o que atribuyan una participación en las ganancias sociales (art. 406 LSC).¹⁰⁵⁶ Estos acuerdos en el pasado se adoptaban en el seno de la junta general, mientras que ahora se puede delegar o incluso establecer que sea el consejo de administración el que inicie los procedimientos y organice su ejecución.

¹⁰⁵³ ARMOUR, J. Y OTROS, “What is Corporate Law?”, cit., págs. 11-12.

¹⁰⁵⁴ En el *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación - 2017*, cit., pág. 152 la CNMV señala que en 2016, en el 60% de las sociedades del Ibex-35 los consejeros independientes representaban al menos la mitad de los consejeros. Del resto de sociedades, el 66,7% tenían al menos un tercio de consejeros independientes en sus órganos de administración.

¹⁰⁵⁵ QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 26.

¹⁰⁵⁶ ESTEBAN VELASCO, G., “Distribución de competencias...”, cit., págs. 40-41. La nueva redacción del mencionado art. 406 a raíz de la modificación planteada por el art. 45.4 de la Ley 5/2015, de 27 de abril de fomento de la financiación empresarial paso de definir una competencia de la junta a definir una competencia del órgano de administración.

En términos generales, no nos parece incorrecta esta separación de poderes, ya que la gestión por parte del consejo de administración es en general más eficiente, y no sería lógico que en las sociedades cotizadas se tuviera que convocar la junta general, con sus miles de accionistas, para tomar todas y cada una de las decisiones. En este contexto, nada sucedería si la junta fuera capaz de controlar el ejercicio de este órgano, sin embargo, con frecuencia, no existe ningún accionista o grupo de accionistas que pueda garantizar esta supervisión. Esta posible disfunción, hasta hace no mucho tiempo en nuestro país prácticamente no ocurría, pues incluso en el caso de las sociedades cotizadas la presencia de accionistas de control permitía que se produjera *de facto* este control. Sin embargo, conforme en la Unión Europea, y en España en particular, se ha ido regulando el mercado de valores para darle mayor proyección como alternativa a la financiación bancaria, el volumen de los inversores ha ido creciendo exponencialmente, generando de forma paralela una transformación de la estructura accionarial que ha ido acercando a nuestras grandes sociedades hacia una suerte modelo societario más parecido al que describían BERLE y MEANS, con un accionariado cada vez más disperso y menos capaz de ejercer sus funciones de control. En cierta medida esto se ha ido mitigando las últimas décadas debido a la aparición de los inversores institucionales, que han conseguido agrupar a través de sus productos a miles de pequeños accionistas.¹⁰⁵⁷ Sin embargo, por los diversos motivos que hemos señalado, tampoco todos los inversores institucionales son activos y, por tanto, seguimos con un accionariado que en muchas sociedades sigue siendo apático.

Esta problemática de las grandes sociedades es una de las grandes cuestiones en Derecho societario desde hace ya casi un siglo, siendo un lugar común en la doctrina la problemática que surge entre la separación de la propiedad y el control de la sociedad.¹⁰⁵⁸

¹⁰⁵⁷ DÍAZ RUIZ, E., “Los inversores institucionales y...”, cit., págs. 193-206.

¹⁰⁵⁸ En la doctrina estadounidense como ya hemos indicado, sus primeros y principales exponentes fueron BERLE, A. A.; MEANS, G. C., *The modern corporation and private property*, cit.; RIPLEY, W. Z., *Main street and Wall street*, cit., pág. 102. En Francia, destaca el trabajo del Prof. RIPERT, el cual señalaba que los accionistas ya a principios de siglo dejaron de ser los dueños de la sociedad, es más, no querían serlo (RIPERT, G., *Aspectos Jurídicos del Capitalismo Moderno*, cit., pág. 102).

En nuestro entorno también se hicieron eco de esta problemática prácticamente en la misma época, aunque su evolución fuera más lenta que en los Estados Unidos, destacando, como señalamos en el capítulo anterior, la precursora obra de GARRIGUES, J., *Nuevos hechos...*, cit., págs. 66-84. Unas décadas más tarde, también será obra de referencia MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., “El absentismo de los accionistas y el desequilibrio de poder en la Sociedad Anónima”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en Homenaje al Profesor Federico de Castro*, vol. II, Tecnos, Madrid, 1976, págs. 273-292. El Prof. MENÉNDEZ al hilo de la apatía

Junto a este desplazamiento del poder de la junta general hacia el órgano de administración, se ha ido produciendo, en parte también debido a este motivo, una crisis dentro de la propia junta sobre la que hablaremos a continuación.¹⁰⁵⁹

9.2.- El fenómeno de la crisis de la junta general de accionistas

Hipotéticamente la junta general de accionistas debería ser un fiel reflejo de la denominada “democracia accionarial”.¹⁰⁶⁰ Las sociedades, por definición, serían el resultado de la unión de las diferentes voces de los socios, considerando a todos los socios como iguales según su porcentaje de participación. No obstante, este régimen teóricamente democrático, no deja de ser un paradigma ideal que rápidamente se evidencia poco ajustado a la realidad de las sociedades cotizadas.

Ya a finales del siglo XIX se dudaba sobre la certeza de esta afirmación,¹⁰⁶¹ si bien no fue hasta principios del siglo XX cuando, junto a la expansión de las grandes

de los accionistas llega a vaticinar una verdadera disociación entre los derechos patrimoniales y los derechos administrativos, sin duda, supo anticiparse a problemas como el que genera el *empty voting*.

Aunque según el Prof. SÁNCHEZ CALERO, los hechos empezaron incluso antes de lo que mencionaron los citados autores, ya que desde finales del siglo XIX parte de la doctrina había empezado a poner de manifiesto que el gran volumen de dispersión del capital en las grandes sociedades hacía peligrar la viabilidad de la junta general como órgano soberano. V. SÁNCHEZ CALERO, F., “Presente y futuro...”, cit., págs. 2-3.

¹⁰⁵⁹ PÉREZ MORIONES, A., “Gobierno corporativo...”, cit., págs. 199-200; SÁNCHEZ CALERO, F., “El Declinar de la Junta...”, cit., pág. 10.

¹⁰⁶⁰ En palabras de OSSORIO, la junta general sería “ese príncipe de cien cabezas [que] tiene fuerza de ley”, v. OSSORIO Y GALLARDO, A., *La crisis de la Democracia en el Derecho Mercantil*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 1917, pág. 7. Según este autor, desde los orígenes de las sociedades anónimas, éstas se han basado en tres principios clave: “una acción un voto” (para aquellas sociedades que no se cuente el voto por cabezas, igualmente democrático), el régimen de mayorías como ley y la transmisibilidad absoluta de las acciones. El resultado es una junta a la que acuden varios accionistas y deciden el sentido de la sociedad. No obstante, el propio autor reconoce que con el tiempo, este sistema ideal se ha ido empobreciendo, y utiliza el símil la división de una tierra en infinitos fragmentos, para explicar el fenómeno de la democratización de las acciones y como la propiedad de las grandes sociedades está cada vez más polarizada y el accionariado más ausente (*Ibid* págs. 8-9). Sobre la evolución de la democracia en el Derecho mercantil, v. también PETIT CALVO, C., “Democracia y Derecho mercantil: Texto y contextos de Joaquín Garrigues, Nuevos hechos, nuevo Derecho de Sociedades Anónimas (1933)”, *RDM*, 307, 2018, págs. 187-208.

¹⁰⁶¹ Durante la propia tramitación de la Ley de sociedades anónimas de 1848, en el Senado ya se discutía sobre quién debía gobernar las juntas de accionistas, si debían ser las personas, los intereses o una combinación de ambas. El portavoz en la Comisión del Senado, Sainz de Andino, en la sesión de 24 de diciembre de 1847 venía así a referirse a la forma en la que debía ser la mayoría: «Hecho por personas, estará gobernado por la democracia, y hecho por intereses, dominará la aristocracia. Ni los intereses

sociedades cotizadas, se generalizó la idea de que no todos los accionistas ejercían el mismo nivel de control proporcionalmente a su participación.¹⁰⁶²

Sin querer extendernos aquí sobre las diversas causas que llevaron a la fractura del principio de proporcionalidad en el seno de la junta general (aumento de la masa accionarial, absentismo racional de los pequeños inversores,¹⁰⁶³ los costes derivados del ejercicio de control por parte de los accionistas, entre otras),¹⁰⁶⁴ la situación fáctica que describía la doctrina era que en las grandes sociedades cotizadas los porcentajes de los

deben dominar a las personas, ni las personas a los intereses» tal y como se recoge en el trabajo de ANSÓN PEIRONCELY, R., *La ley de sociedades anónimas de 1848*, cit., pág. 405.

¹⁰⁶² Por todos se suele situar como obra clásica de referencia BERLE, A. A.; MEANS, G. C., *The modern corporation and private property*, cit. La reducción de la capacidad de control por parte de los accionistas se produjo, según estos autores, principalmente con la aparición de la cesión de los derechos de voto. Ante unas sociedades cada vez más grandes, con unos accionistas dispersos y con la imposibilidad de asistir a las juntas, se consideró idónea la introducción de la posibilidad de delegar los votos. Sin embargo, ello no hizo más que reducir la capacidad de control de los socios al producirse generalmente la cesión a favor de los órganos de administración (BERLE, A. A.; MEANS, G. C., *The modern corporation and private property*, cit., pág. 139). En Alemania, el problema se trasladó a los bancos, que en su papel de custodios, recogían la representación de los accionistas depositantes de las acciones en la mayoría de los casos sin instrucciones concretas respecto al sentido de sus votos (v. BAUMS, T., “Corporate Governance...”, cit., pág. 506).

Por si esto no fuera suficiente, con el tiempo surgieron diversos mecanismos para romper técnicamente con el principio de proporcionalidad, ya sea vía la dilución de la participación o con la emisión de diversos títulos con un valor incierto a priori (BERLE, A. A.; MEANS, G. C., *The modern corporation and private property*, cit., págs. 154-188). Y es que, ya desde, principios del siglo XX en los Estados Unidos existía la tendencia a conceder derechos diferentes a las acciones, así como la utilización de estructuras piramidales, sindicatos de voto o acciones privilegiadas sin voto, entre otros institutos.

En nuestro Derecho destaca la aportación del Prof. GARRIGUES, el cual coetáneamente señala que tanto el empoderamiento del órgano de administración como vía de protección del interés social (GARRIGUES, J., *Nuevos hechos...*, cit., págs. 75-81), como la tendencia a la reducción de los derechos del socio debido a la imposibilidad de garantizar la igualdad entre accionistas en el seno de las grandes sociedades (*Ibid.* págs. 82-84). En realidad, los problemas orgánicos de las sociedades ya había sido expuestos con anterioridad por OSSORIO, al que ya hemos hecho referencia al inicio de este epígrafe. Este autor, expuso esta problemática en su conferencia en la Real Academia de Jurisprudencia en 1917, cuando habló sobre la alternativa entre el poder y la libertad respecto a la regulación societaria, es decir, si era más conveniente fortalecer la autoridad y regular de forma más directa el funcionamiento de las sociedad o, por el contrario, dejar que las sociedades se extendieran ilimitadamente y de forma anárquica, sin que el Estado interviniera en ellas (OSSORIO Y GALLARDO, A., *La crisis de la Democracia...*, cit., pág. 6).

¹⁰⁶³ En las sociedades cotizadas el accionista no siempre va a estar involucrado en la sociedad, sino que en muchas ocasiones únicamente va a estar preocupado por la cotización de sus acciones (SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., págs. 31-32).

¹⁰⁶⁴ Incluso, en el caso de los Estados Unidos, se tiene como posible causa la existencia de diversas normativas que impidieron que ciertos accionistas, especialmente inversores institucionales, pudieran concentrar porcentajes de participación superiores a los mínimamente significativos. V. ROE, M. J., *Strong Managers, Weak Owners...*, cit., págs. 233-234.

que era titular cada accionista dejaron de ser directamente proporcionales al peso específico, a los derechos y al control, que estos ejercían en la junta.¹⁰⁶⁵

La posición como accionista dejó de ser el elemento relevante para definir la capacidad para ejercer los derechos. Esta capacidad ya no solo dependía de la titularidad de las acciones, sino de su posición relativa dentro de la estructura accionarial. Así pues, no tendrían los mismos derechos los accionistas de control que los simples inversores. El funcionamiento de la junta general de socios pasó a aproximarse más a un régimen plutocrático en donde un pequeño grupo de accionistas mantiene el control de la sociedad, gracias a la falta de interés de la gran masa de accionistas minoritarios.¹⁰⁶⁶

En lo que se refiere a las sociedades cotizadas, como anticipábamos, la junta general ha sufrido una crisis muy profunda, especialmente agravada en los últimos años. Parte de la doctrina llega a poner en duda su función dentro de la sociedad, incluso cuestiona su propia existencia.¹⁰⁶⁷ Esta teoría recibe uno de sus principales impulsos con la llegada de

¹⁰⁶⁵ EISENBERG critica la idea del accionista medio para el estudio de los derechos que tiene un accionista. Considera que este concepto es una falacia. El derecho societario no está montado en la base de un hombre-un voto sino en una acción-un voto. Hace asimismo hincapié en que los derechos o el interés del accionista medio es un porcentaje prácticamente simbólico (EISENBERG, M. A., “The Legal Roles of...”, cit., págs. 44-46).

¹⁰⁶⁶ La sociedad anónima, tal y como se concibió en el siglo XIX como un sistema democrático, con la junta general de accionistas como centro neurálgico donde se formaba la voluntad social a través de los votos, se dejó atrás con la evolución de las grandes empresas. Este proceso no solo se produjo en España, sino en todos los países desarrollados, en donde los sistemas democráticos fueron avanzando hacia sistemas plutocráticos de control. En palabras del Prof. GARRIGUES, la falta de interés de la gran mayoría del accionariado convirtió a las sociedades anónimas cotizadas es un sistema financiero feudal (v. GARRIGUES, J., *Tratado de Derecho Mercantil*, cit., vol. 2 T.I, pág. 625). Más recientemente, entre nosotros, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Los Problemas Societarios (I)...”, cit., pág. 620. Cabe mencionar que SAINZ DE ANDINO, se refiere a régimen aristocrático en vez de plutocrático, como hemos hecho referencia con anterioridad en esta tesis (ANSÓN PEIRONCELY, R., *La ley de sociedades anónimas de 1848*, cit., págs. 405-406).

También hicieron referencia a este carácter feudal que estaban adquiriendo las sociedades anónimas BERLE, A. A.; MEANS, G. C., *The modern corporation and private property*, cit., págs. 1-9. Más recientemente en referencia a los accionistas del control, han vuelto a rescatar la idea de las grandes sociedades como un sistema cuasi-feudal, v. DUNLAVY, C. A., “From citizens to plutocrats: Nineteenth-century shareholder voting rights and theories of the corporation”, en AA.VV., *Constructing corporate America: History, politics, culture*, K. Lipartito and D. B. Sicilia (eds.), Oxford University Press, Oxford and New York, 2004, págs. 66-93, págs. 66-68; HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R., “The End of History for Corporate Law”, cit., págs. 24-26.

¹⁰⁶⁷ ALONSO LEDESMA, C., “El papel de la Junta General...”, cit., pág. 616; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “Administradores y Junta general: nuevas y viejas reflexiones sobre distribución y control del poder en las sociedades cotizadas”, *RDBB*, 104, 2006, págs. 83-104, pág. 91; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “La Junta

las grandes sociedades cotizadas estadounidenses, con un accionariado muy disperso y con la percepción de la mayoría de los accionistas minoritarios como meros inversores que no participan en su órgano de representación y solo esperan una futura rentabilidad.¹⁰⁶⁸ Así pues, desde hace más de cien años hay unanimidad a la hora de señalar que la participación accionarial en las juntas generales es muy deficiente, viéndose limitada, cuando no suprimida, su capacidad de control del órgano de administración.¹⁰⁶⁹

Esta crisis de la junta, como decimos, se produce especialmente en el seno de grandes sociedades de carácter abierto como son las sociedades cotizadas. Eso no significa que en las pequeñas sociedades no haya problemas en relación con sus juntas generales, pero en cualquier caso serán de menor entidad debido especialmente al menor volumen accionarial.¹⁰⁷⁰

General en la encrucijada”, cit., pág. 30; SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., pág. 32; “El Declinar de la Junta...”, cit., pág. 10.

Destaca especialmente uno de los pocos trabajos empíricos sobre esta materia en nuestro ordenamiento, v. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. Y OTROS, “La junta general...”, cit., págs. 219-221. Los autores del mismo afirman que de los resultados obtenidos se puede extraer que la junta ha perdido *de facto* su posición en la organización de la sociedad cotizada. Así, entre otros ejemplos, en muchas ocasiones la junta no ha nombrado ni a los administradores, limitándose a ratificar los efectuados por cooptación por el propio órgano de administración. Es por ello por lo que muestran su escepticismo sobre la efectividad de las medidas que se plantean para revitalizar este órgano.

¹⁰⁶⁸ V. nota al pie 1058 *supra* sobre la obra de RIPERT, entre otros.

¹⁰⁶⁹ RONCERO SÁNCHEZ, A., “Asistencia y representación...”, cit., pág. 42.

¹⁰⁷⁰ Algunos autores, como FERNÁNDEZ DEL POZO, han señalado que la junta general en las sociedades limitadas pequeñas, dónde hay una coincidencia entre los socios y los administradores, podría considerarse un órgano superfluo y meramente burocrático. V. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “La sociedad de capital de base personalista en el marco de la reforma del Derecho de sociedades de responsabilidad limitada”, *RGD*, 596, 1994, págs. 5431-5476, pág. 5435.

Sin embargo, otros muchos autores mantienen una posición menos radical, como es el caso de ESTEBAN VELASCO, que de forma contraria defiende, aún en esos casos de coincidencia entre la figura de los socios y la de los administradores, la necesidad de mantener ambos órganos separados con sus correspondientes competencias y funciones. V. ESTEBAN VELASCO, G., “Algunos aspectos relevantes de la regulación de la junta general de los socios en la nueva Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 1995”, en AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil: Homenaje al Profesor Justino Duque Domínguez*, vol. I, Ediciones Universidad de Valladolid, Valladolid, 1998, págs. 233-258, pág. 252. Por otro lado, también tenemos algunas opiniones intermedias, como son la del Prof. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, el cual señala que si bien se deben mantener ambos órganos, hay que reconocer que para ciertas cuestiones debería existir un procedimiento menos formalista para la toma de decisiones por parte de los socios, criticando, asimismo, la supresión del supuesto que recogía el art. 14 de la LSA de 1951 sobre esta cuestión (ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á. J., “La sociedad de responsabilidad limitada: problemas de política y de técnica legislativa”, *RGD*, 603, 1994, págs. 12877-12909).

Un amplio sector doctrinal, una vez apreciada la falta de funcionalidad de las juntas generales de accionistas de las sociedades cotizadas, tal y como estaban formuladas, consideraron que era necesaria la reactivación de la democracia accionarial.¹⁰⁷¹ Entre las medidas que más habitualmente se señalan se suele encontrar la promoción del ejercicio del derecho de voto a través de medios telemáticos, la prohibición de voto en situaciones de conflicto de interés del administrador-respresentante de los derechos de voto que le hayan sido delegados y la imposición del voto a las sociedades gestoras de IICs, así como, en general, a todos los inversores institucionales.¹⁰⁷² En relación con estos últimos (los inversores institucionales), surge, respecto a ese proceso de reactivación de la junta, como ya sabemos, una corriente ciertamente extendida por la que se considera que estos inversores pueden ser los adalides del activismo accionarial y que gracias a ellos se reactivará la junta.¹⁰⁷³

¹⁰⁷¹ Sobre el movimiento de reactivación de la democracia accionarial o la *shareholder democracy* (también conocida como la *shareholder theory*) hemos hablado en el epígrafe 5.1 del capítulo anterior, siendo uno de sus principales exponentes, ROE, M. J., *Strong Managers, Weak Owners...*, cit., pág. 56. El movimiento busca *empoderar* a los accionistas para que puedan volver a afrontar las tareas de supervisión de la administración. Muchos de ellos vieron en los inversores institucionales una gran oportunidad para recuperar la democracia y el poder en la junta general de accionistas. De esta forma, medidas como la aprobación del *Say on Pay* o las *shareholder proposals*, fueron impulsadas por este movimiento. V. FAIRFAX, L. M., “Shareholder Democracy on Trial: International Perspective on the Effectiveness of Increased Shareholder Power”, *Va. L. & Bus. Rev.*, 3, 1, 2008, págs. 1-33, pág. 3.

Otro de los grandes defensores de este movimiento es el Prof. BEBCHUCK el cual considera que un incremento de la democracia accionarial y un refuerzo de la junta, permitirán mejorar el gobierno corporativo de la sociedad, así como la responsabilidad de los administradores, que serán más conscientes de que en cierta medida se deben a los accionistas, lo que frenará los abusos de autoridad y la posibilidad de conductas irregulares (BEBCHUK, L. A., “The Case for Increasing...”, cit., págs. 836, 842-843).

¹⁰⁷² RONCERO SÁNCHEZ, A., “Asistencia y representación...”, cit., págs. 42-44. Sin duda, la imposición del ejercicio del derecho de voto por estos inversores y, en general, de los inversores institucionales, sigue generando dudas razonables sobre su efectividad. V. PERDICES HUETOS, A. B., “Los asesores de voto”, cit., págs. 33-34. El autor de este trabajo señala cómo en estos supuestos puede que los inversores institucionales opten por utilizar los servicios de los *proxy advisors* lo que hará que *de facto* sean estos los que ejerzan el control en la sociedad y no los propios socios, además del resto de problemas asociados a este tipo de asesoramiento (desconocimiento del mercado, utilización de modelos o estándares que no se adaptan al caso concreto de cada sociedad, o posibles conflictos de interés, entre otros problemas). En esta línea, v. también ALLAIRE, Y., “The Troubling Case of Proxy Advisors: Some Policy Recommendations”, cit., pág. 23.

¹⁰⁷³ Uno de los autores de nuestro entorno que más ha defendido el papel de los inversores institucionales en el gobierno de las grandes sociedades, basándose en las teorías relativas a la reactivación de la democracia accionarial y al activismo de estos accionistas, ha sido DÍAZ RUIZ, E., “Los inversores institucionales y...”, cit., págs. 193-206.

La tradicional distinción entre accionistas de control y accionistas minoritarios o inversores, se amplió para incluir figuras intermedias como son los inversores institucionales. Se considera que estos accionistas tenían un comportamiento diferente al de los accionistas minoritarios respecto al ejercicio de los derechos políticos, ya que no tienen el mismo porcentaje de participación y se presupone que tendrán más información e interés por el ejercicio de sus derechos.¹⁰⁷⁴ Sin embargo, como hemos ido indicando a lo largo de este capítulo, la apatía racional, tradicionalmente vinculada a los pequeños accionistas individuales, también se ha trasladado a algunos tipos de inversores institucionales. Estos inversores, teniendo en cuenta sus objetivos, sus recursos y su posición accionarial, siguen teniendo pocos incentivos para ejercer un mayor control, a pesar de tener mejores recursos que los accionistas minoritarios individualmente considerados.¹⁰⁷⁵

Mientras, otros autores defendían la doctrina opuesta, es decir, la innecesariedad de este órgano, al menos tal y como está hoy en día planteado. Consideran a la junta general un vestigio del pasado, un órgano anacrónico cuyas funciones ya no se ajustan a las modernas sociedades de capital.¹⁰⁷⁶ Este sector doctrinal considera que deberían concentrarse los esfuerzos en mejorar el funcionamiento del consejo de administración a través de otro tipo de medidas de control basadas en el mercado¹⁰⁷⁷ o mediante el refuerzo de mecanismos de auditoría y supervisión.¹⁰⁷⁸

¹⁰⁷⁴ RONCERO SÁNCHEZ, A., “Asistencia y representación...”, cit., pág. 52.

¹⁰⁷⁵ VIVES RUIZ, F., “Junta general y...”, cit., pág. 191.

¹⁰⁷⁶ RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “El Reglamento de la Junta General y los derechos del accionista: planteamiento general”, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, págs. 289-328; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “La Junta General en la encrucijada”, cit., y los autores allí reseñados.

¹⁰⁷⁷ En esta línea, v. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Sociedad anónima modelo...*, cit., págs. 164-167. Además del control del mercado, el autor introduce la idea sobre si la CNMV puede ejercer un verdadero control externo para las sociedades cotizadas, dentro de sus potestades administrativas y sancionadora (ad.ex., se plantea si podrá sancionar a las sociedades por incumplir los códigos de buen gobierno corporativo).

¹⁰⁷⁸ Algunos autores señalan que la junta general es un órgano poco funcional, especialmente debido a las normas por las que se rige. Consideran que no es más que “una representación teatral sin una función real” (CHEFFINS, B. R., *Company Law. Theory, Structure and Operation*, Clarendon Press, Oxford, 1997, pág. 64; ESTEBAN VELASCO, G., *El poder de decisión...*, cit., pág. 54; GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., pág. 240). Los accionistas de las sociedades cotizadas han perdido la *affectio societatis*,

Por su parte, RONCERO SÁNCHEZ opina que a día de hoy, es muy difícil que cualquier mecanismo externo de control pueda sustituir completamente al control interno sobre el órgano de administración, como así ha puesto de manifiesto la crisis que hemos vivido.¹⁰⁷⁹ Lo ideal para este autor sería una combinación de ambos sistemas, manteniendo la especialidad orgánica de cada uno de los órganos, regulando especialmente el ejercicio de los derechos individuales del socio como son el derecho de información, de proposición de asuntos, de voto, etc.

Sin desmerecer la utilidad de las medidas de control externo para ciertos supuestos, la revitalización de la junta general, vinculada a los derechos de la gran masa de accionistas, particularmente mediante la facilitación y promoción de su participación, ha sido la base de las reformas en materia societaria en la última década, tanto en el Derecho europeo como en el nacional. Hasta la crisis financiera, prácticamente todas las propuestas de mejora en materia de gobierno corporativo, incluida la revitalización de la junta, se instrumentaban a través de herramientas de *soft law*.¹⁰⁸⁰ Sin embargo, desde hace años, muchas de estas cuestiones se han trasladado al Derecho positivo, valga como ejemplo la Directiva 2007/36 cuyo principal objetivo es fomentar la participación de los socios y con ello la reactivación de la junta.¹⁰⁸¹

muchos de ellos se han convertido en meros inversores, no en unos verdaderos dueños de la sociedad. Esto no sería tan problemático si no fuera porque el ordenamiento jurídico mantiene esa ficción (v. SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, cit., pág. 33).

Por su parte, SAEZ LACAVE, se plantea si no sería más conveniente reestructurar este órgano y dotarle de otra función, como puede ser la protección de los socios dispersos frente a los *insiders* (ya sean los administradores o los accionistas de control), ya que solo por su función política no se puede justificar su mantenimiento (SÁEZ LACAVE, M. I., “Las bases económicas del derecho de la junta de socios”, *InDret*, 2, 2008, págs. 1-64, pág. 15).

¹⁰⁷⁹ RONCERO SÁNCHEZ, A., “Asistencia y representación...”, cit., pág. 57.

¹⁰⁸⁰ Sobre la utilización tradicional del *soft law* en materia de gobierno corporativo y cómo ni siquiera antes de la crisis era suficiente para regular la revitalización de la junta general de accionistas, v. ALONSO LEDESMA, C., “El papel de la Junta General...”, cit., pág. 658. Es más, después de las crisis de principios de este siglo, el legislador no optó por un modelo regulado. Un claro ejemplo es el Informe Winter en el que se apuesta por el modelo de autorregulación anglosajón, v. GONDRA ROMERO, J. M., “100 Años de...”, cit., págs. 50-51. En general, sobre cómo se ha tratado esta cuestión de la reactivación de la junta en las diferentes herramientas de *soft law*, ya nos hemos referido en el capítulo anterior en los epígrafes 5.1. y 5.5.2.

¹⁰⁸¹ V. LARGO GIL, R., “El deber de información general a través de la página web a partir de la publicación de la convocatoria de la junta”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 647-679, pág. 657.

9.3.- Mecanismos para la reactivación de la junta: en especial, aquellos en los que pueden colaborar los inversores institucionales

En los últimos años han surgido multitud de propuestas para hacer frente a la crisis de la junta general, con el respaldo especial de grupos de expertos así como de los legisladores europeos y nacionales. A continuación haremos una breve reseña sobre algunas de las diferentes medidas que se han ido proponiendo, en especial, respecto de aquellas en las que el activismo de los inversores institucionales puede suponer un impulso efectivo a la revitalización de la junta.

Los mecanismos se deben escoger basándose en los tipos de estructura de capital de las sociedades de cada economía. Asimismo, se deben analizar los intereses y comportamientos de los distintos inversores según su tipología. En nuestro caso, respecto a los inversores institucionales, habrá que tener en cuenta las diferencias que existen dentro de cada tipo a la hora de prever qué tipo de medidas podrán mejorar su participación.

9.3.1.- El reglamento de la junta general

En el contexto de la crisis de la junta general, una de las primeras ideas que surgió para mejorar su funcionamiento en el contexto de las sociedades cotizadas fueron los reglamentos de funcionamiento interno de la junta general.¹⁰⁸² Este instrumento de autoorganización tiene como principal finalidad reforzar la ordenación de este órgano, así como permitir una participación más activa de los accionistas.¹⁰⁸³ La primera vez que se recogió esta medida en nuestro ordenamiento fue en el Informe Aldama, junto a un paquete de actuaciones que buscaban impulsar la intervención de los accionistas en la toma de decisiones societarias.¹⁰⁸⁴ Esta recomendación fue trasladada al Derecho positivo

¹⁰⁸² RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “El Reglamento de la Junta...”, cit., pág. 292.

¹⁰⁸³ EMPARANZA SOBEJANO, A., “El Reglamento de la Junta de accionistas tras la nueva Ley 26/2003, de 17 de julio, de transparencia de las sociedades cotizadas”, *RdS*, 21, 2003, págs. 149-164, pág. 149.

¹⁰⁸⁴ En concreto, el Informe Aldama decía en su apartado IV.1.3 que: “*Se recomienda que la adecuación de los criterios de gobierno corporativo a las nuevas líneas de actuación que se recomiendan en este Informe se lleve a cabo mediante la elaboración y difusión por las sociedades de Reglamentos específicos para las Juntas Generales*”. Sobre esta Recomendación, v. SÁNCHEZ CALERO, F., “Observaciones preliminares al proyecto de ley de modificación del régimen de las sociedades cotizadas y de las anónimas en general, tras el Informe Aldama”, *RdS*, 20, 2003, págs. 27-50, pág. 32; y GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J., “El reglamento de la junta general”, *Diario la Ley*, 6.182, 2005, págs. 1724-1731, págs. 1724-1725.

con la Ley de Transparencia de 2003 que supuso la incorporación en el art. 113 LMV de la obligación para las sociedades cotizadas de elaborar un reglamento interno de la junta, sin especificar un contenido mínimo.¹⁰⁸⁵

Actualmente este régimen se encuentra en el art. 512 LSC, especificándose, como hacía el Informe Aldama, que el reglamento debe ocuparse de “la convocatoria, preparación, información, concurrencia, desarrollo y ejercicio de los derechos políticos”.¹⁰⁸⁶ Esta cuestión tendrá una cierta relevancia para el ejercicio de los inversores institucionales, ya que les permitirá conocer el marco jurídico aplicable al desarrollo de las reuniones de este órgano social.¹⁰⁸⁷

9.3.2.- El ejercicio del derecho de información

Otra de las piedras angulares para fomentar la participación de los accionistas y, en particular de los inversores institucionales, es facilitar el acceso a la información societaria de forma que puedan tomar decisiones razonadas respecto a las sociedades en las que invierten, incluso para plantear las reformas en materia de gobierno corporativo que consideren necesarias.

Por un lado, tenemos aquella información que las sociedades cotizadas deben elaborar y publicar periódicamente. Uno de los principales documentos que debe preparar

¹⁰⁸⁵ El hoy derogado art. 113 LMV de 1988 no especificaba un contenido mínimo, permitiendo que se pudiera regular cualquier aspecto de organización y funcionamiento de la junta, siempre y cuando no contradijera la ley o los propios estatutos. La verdad es que al menos los primeros modelos de reglamento aprobados pecaron en general de falta de originalidad, siendo la mayoría de ellos meras copias sin ningún contenido que sirviera para revitalizar las juntas. Sobre este mimetismo ya hemos hecho referencia en la nota 961 *supra*.

Sin embargo, algunos autores señalan como positivo este proceso de convergencia ya que permitió a los inversores el comparar con mayor facilidad entre diferentes sociedades. V. VIVES RUIZ, F., “Junta general y...”, cit., pág. 194. Sobre la eficacia jurídica y las consecuencias de una infracción del reglamento y su tutela a través de las acciones de impugnación, v. ALONSO LEDESMA, C., “La naturaleza del...”, cit., págs. 389-390; GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J., “El reglamento de la junta general”, cit., pág. 1730.

¹⁰⁸⁶ ALONSO LEDESMA, C., “La naturaleza del...”, cit., pág. 337. Esta nueva regulación también modificó el régimen de publicidad e inscripción del reglamento que había vigente (publicación antes de que pasara el control de legalidad efectuado por el Registrador), por el que la publicación no se realizará hasta que no se inscriba en el Registro Mercantil (GONZÁLEZ CASTILLA, F., “Reflexiones sobre el...”, cit., págs. 856-857).

¹⁰⁸⁷ No puede negarse la utilidad en el marco del gobierno corporativo de la posibilidad de conocer antemano las reglas y procedimientos que van a regir en estas reuniones, especialmente respecto al ejercicio de los derechos de asistencia y voto, todo ello dentro de un marco jurídico estable y previsible (GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J., “El reglamento de la junta general”, cit., págs. 28-29).

la sociedad emisora es el IAGC, cuyo objetivo principal es aportar información de “alta calidad” a los mercados de forma que genere confianza entre los inversores y les facilite la toma de decisiones de inversión en un entorno más transparente.¹⁰⁸⁸ Este informe sigue la regla anglosajona del “*comply or explain*”, por la que la sociedad deberá cumplir con las disposiciones del CBG o explicar por qué no las sigue, sin que las recomendaciones del Código sean de obligado cumplimiento.¹⁰⁸⁹

Asimismo, el IAGC expondrá información detallada sobre la estructura del sistema de gobierno de la sociedad y de su funcionamiento en la práctica. El contenido y su estructura está definido en la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, que regula asimismo el IARC y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados regulados de valores.¹⁰⁹⁰

En la misma línea, la sociedad cotizada también deberá elaborar un IARC, cuyo contenido y estructura, como hemos indicado estará definido por la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo.¹⁰⁹¹ Junto al IARC la junta deberá aprobar al menos cada tres años la política de remuneraciones de sus consejeros (art. 529 *novodecies* LSC).¹⁰⁹²

¹⁰⁸⁸ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “Gobierno corporativo...”, cit., pág. 510.

¹⁰⁸⁹ Sobre el principio *comply or explain* y su aplicación en materia de gobierno corporativo v. PERDICES HUETOS, A. B.; RIAÑO LÓPEZ, D., “El gobierno corporativo en España”, cit., págs. 37-38. La obligación de la publicación de este informe está recogida en el art. 540 LSC. Este informe será comunicado a la CNMV y publicado como hecho relevante en la página web de la CNMV y en la de la sociedad.

¹⁰⁹⁰ El art. 540.4 LSC recoge un listado con el contenido mínimo que debe contener el IAGC. La CNMV desarrolló la mencionada Orden del Ministerio de Economía y Competitividad a través de su Circular 5/2013, de 12 de junio, en la que publicó los modelos de IAGC que deberían seguir las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados regulados de valores. Este circular fue modificada recientemente por la Circular 2/2018, de 12 de junio, con el objetivo de introducir los nuevos contenidos exigidos en el RD-ley 18/2017 en materia de diversidad (en términos de formación y experiencia profesional, edad, discapacidad y género), permitir la utilización de formatos de libre diseño para el IAGC con la obligación de remitir, las entidades que se acojan a esta opción, un anexo estadístico adicional; y realizar algunos ajustes para simplificar y eliminar algunos apartados respecto al texto anterior.

¹⁰⁹¹ El modelo a seguir respecto al IARC fue publicado por la CNMV en su Circular 4/2013, de 12 de junio, y actualizado por la ya mencionada Circular 2/2018, de 12 de junio.

¹⁰⁹² Sobre ambos documentos ya hemos hablado con anterioridad al referirnos a las materias que son competencia de la junta general. En cualquier caso, sobre esta cuestión, v. PALÁ LAGUNA, R., “La comisión de nombramientos...”, cit., págs. 822-823.

Sin ánimo de extendernos más en esta cuestión, queremos mencionar que en el proceso de convocatoria de la junta general de la sociedad cotizada también deberá publicarse en su página web, además del anuncio, todos aquellos documentos que deban presentarse a la junta, informes de los administradores, auditores de cuentas y expertos independientes (art. 518 LSC). En cuanto a sus obligaciones respecto al Derecho de mercados de valores, los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en los mercados regulados, deberán publicar una serie de informes periódicos, entre los que se encuentra el informe anual, que incluye las cuentas anuales y el informe de gestión; el informe de auditoría y los informes financieros trimestrales y semestrales, entre otros.¹⁰⁹³

Por otro lado, tenemos el ejercicio del derecho de información por parte de los accionistas de las sociedades cotizadas, tal y como se regula en los arts. 197 y 520 LSC. Este régimen modula la obligación que recae sobre los administradores para suministrar la información solicitada por el socio. Estos se podrán oponer a su entrega en aquellos casos en los que se considere innecesaria o si existen razones objetivas sobre su posible utilización para fines extrasociales o si su publicidad pudiera perjudicar a la sociedad o a sus sociedades vinculadas.¹⁰⁹⁴ Como vemos, la articulación de este derecho tiene una cierta dificultad debido a los diferentes intereses que entran en juego, ya sea el derecho

¹⁰⁹³ V. los arts. 118 y ss. TRLMV. V. ÁLVAREZ-MANZANEDA, C. R., “Análisis jurídico de...”, cit., págs. 91-93.

¹⁰⁹⁴ Sobre la limitación por la que los administradores de las sociedades anónimas no están obligados a proporcionar información innecesaria, v. APARICIO GONZÁLEZ, M. L., “La mejora del gobierno corporativo de las sociedades de capital”, *El Notario*, 60, 2015, págs. 46-49, págs. 46-47; BOQUERA MATARREDONA, J., “El derecho del accionista a la información”, *RDM*, 300, 2016, págs. 13-36, págs. 17-20.

En este punto entrarían en juego los llamados “accionistas depredadores”, a los que nos referimos al tratar el derecho de impugnación en el epígrafe 6.3 en este capítulo. Sobre su incidencia en el ejercicio del derecho de información SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. Y OTROS, “El Estudio sobre propuestas...”, cit., pág. 198. En este caso, FUENTES NAHARRO, considera que estos inversores depredadores utilizarían de forma excesiva y abusiva su derecho de intervención e incluso plantearían preguntas con la única finalidad de incomodar al equipo gestor, sin que su actuación pudiera estar justificada. Algunos de ellos buscan conseguir que se les limite el uso de la palabra para utilizarlo posteriormente como argumento para interponer una demanda de impugnación.

Este tipo de comportamientos fue la justificación por la que en la reforma de la LSC en 2014 se incluyeron los mencionados supuestos bajo los cuales el órgano de administración puede denegar la información solicitada (v., con disculpas por la autocita, HERRERO MORANT, R., “Sobre la futura modificación...”, cit., págs. 974-975).

que tienen los socios a informarse sobre la marcha de la sociedad y, por otro lado, el interés de la sociedad de no verse perjudicada por la información proporcionada.¹⁰⁹⁵

9.3.3.- El derecho a conocer la identidad de los accionistas

Uno de los mecanismos que mejor podría revitalizar la junta es el derecho a conocer la identidad de los accionistas (art. 497 LSC). El ejercicio de este derecho beneficia tanto a la propia entidad emisora como a los accionistas que tendrían los datos necesarios para poder comunicarse entre ellos.

En cuanto a la entidad emisora, no hay que olvidar que realmente en el día a día solo las entidades encargadas de la llevanza de los registros de valores anotados son las que conocen quiénes son los accionistas en cada momento. No se puede entender la reactivación de la junta sin el reconocimiento de este derecho, es decir, sin que la propia sociedad pueda saber quiénes son sus accionistas, de forma que en su caso pueda ponerse en contacto directamente con ellos y facilitarles el ejercicio de sus derechos y su implicación en la vida societaria.¹⁰⁹⁶ Es por ello por lo que el art. 497.1 LSC prevé que las entidades encargadas del registro de anotaciones en cuenta tienen la obligación de comunicar a la entidad emisora los datos necesarios para la identificación de los accionistas, incluyendo información sobre su dirección y datos de contacto, en cualquier momento y no solo en previsión de una convocatoria de una junta.¹⁰⁹⁷

Si al hecho de que las sociedades cotizadas tienen un mayor volumen accionarial y movimiento en la titularidad de las acciones, le sumamos las complejas cadenas de intermediarios que surgen en los supuestos de tenencia de acciones transfronteriza, este derecho se hace aún más necesario. Es por ello por lo que no será suficiente con la regulación del mencionado art. 497.1 LSC por el que las entidades encargadas de la llevanza de los registros de valores anotados están obligadas a aportar los datos identificativos de los accionistas a solicitud de la entidad emisora. Por ello, también será necesario el reconocimiento de esta obligación respecto al resto de intermediarios, especialmente en el caso de las inversiones realizadas desde el extranjero. Teniendo esto en cuenta, la Directiva 2007/36 incluye la previsión de que cuando la cadena de

¹⁰⁹⁵ CONDE TEJÓN, A., “El derecho de información...”, cit., págs. 537-539.

¹⁰⁹⁶ V., con disculpas por la autocita, HERRERO MORANT, R., “El fomento de la implicación...”, cit., pág. 3.

¹⁰⁹⁷ QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 42.

intermediarios conste de más de un intermediario deberá existir algún tipo de procedimiento por el que la información del verdadero titular pueda ponerse a disposición de la sociedad o a un tercero nombrado por la sociedad.¹⁰⁹⁸

En segundo lugar, como decíamos, los propios accionistas también deberían tener acceso a los datos de identificación del resto del accionariado para poder coordinar su participación en la junta si así lo estiman conveniente.¹⁰⁹⁹ El reconocimiento de este derecho permite reducir los costes de coordinación por parte de los inversores institucionales, facilitando su participación y el ejercicio de sus derechos. Su regulación también se encuentra desde 2014 en el art. 497 LSC, en concreto en el apartado 2º, limitándose el ejercicio de este derecho respecto al régimen anterior. El ejercicio de este derecho se concretaba anteriormente en el hoy derogado RD 116/1992 de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y

¹⁰⁹⁸ Esta previsión se encuentra en el nuevo art. 3.bis de la Directiva 2007/36 que fue introducido a raíz de la aprobación de la Directiva (UE) 1017/828. Se podrá prever, por los Estados miembros, que la información solicitada solo pueda ser relativa a aquellos accionistas que posean un determinado porcentaje de acciones o derechos de voto, porcentaje que en todo caso no será superior al 0,5%. En cualquier caso, este particular aún no ha sido traspuesta a nuestro Derecho interno. El procedimiento de solicitud de esta información se realizará siguiendo el modelo propuesto por el RE 2018/1212 por el que se contiene unos requisitos mínimos (cuadro 1 del anexo), del mismo modo, la respuesta del intermediario deberá seguir el ejemplo del cuadro 2 de su anexo, en el que se recogerá los datos identificativos de los accionistas, y, entre otros, figurará el identificador único del accionista, el nombre del mismo, su dirección física y electrónica y los datos concretos sobre su participación (tipo de tenencia de acciones, número de acciones custodiada por el intermediario respondedor, fecha inicial de participación, nombre del tercero designado por el accionista y su número identificador único).

¹⁰⁹⁹ Sobre el ejercicio de este derecho con la finalidad de facilitar la cooperación entre accionistas, V. DÍAZ MORENO, A., “Derecho a conocer...”, cit., pág. 5. Según el autor, el alto grado de dispersión presente en algunas sociedades cotizadas hace muy complicada la posibilidad de organizarse para poder ejercer algún tipo de control sobre la gestión de los administradores o simplemente para alcanzar los porcentajes mínimos necesarios para ejercer algunos derechos. Por ello, tener los datos de otros accionistas puede ser la clave para superar esta barrera. En la misma línea, v. ESPÍN GUTIÉRREZ, C., “El derecho de los accionistas...”, cit., págs. 863-868; RONCERO SÁNCHEZ, A., “Asistencia y representación...”, cit., pág. 46.

En contra de esta opinión, PERDICES HUETOS considera que a los accionistas no debería reconocérseles este derecho, ya que su posición como socios es fungible. Además, la comunicación de este tipo de datos podría suponer un atentado contra la protección de la intimidad de las personas. V. PERDICES HUETOS, A. B., “Funciones de los registros de accionistas como instrumentos de legitimación y autenticación en las relaciones emisor-inversor.”, en AA.VV., *Transparencia Accionarial y Buen Gobierno Corporativo*, A. Alonso Ureba; F. Garcimartín Alférez; A. Perdices Huetos e I. Gómez-Sancha Trueba, Centro de Gobierno Corporativo, 2010, págs. 25-55, pág. 32. El autor considera que para cubrir esta necesidad de coordinación, la herramienta idónea se encontraría en el foro electrónico y en las asociaciones de accionistas, cuestión ya tratada por nosotros.

liquidación de operaciones bursátiles.¹¹⁰⁰ En dicho RD se recogía la posibilidad de que cualquier accionista de una sociedad cotizada tenía derecho a conocer la identidad del resto de accionistas.

Tras la mencionada reforma, solo están legitimados para poder ejercer este derecho las asociaciones de accionistas constituidas en la sociedad emisora y que representen un 1% del capital social y aquellos accionistas que individual o conjuntamente alcancen una participación de al menos el 3%. Esta cuestión puede parecer que tiene una trascendencia limitada, pero no es así; plantea serias dudas sobre como conseguirá un inversor individualmente ponerse en contacto con otros para alcanzar conjuntamente ese porcentaje o para constituir una asociación de accionistas, es más, nos preguntamos por qué las asociaciones de accionistas reciben mejor trato.¹¹⁰¹ Hay que tener en cuenta que la única forma de organizarse frente a quienes detentan el control de la sociedad pasa por conocer al resto de accionistas que están en la misma situación, por tanto, ese conocimiento es fuente de poder para los minoritarios, y en particular para los inversores institucionales.¹¹⁰² El establecimiento de esta limitación supone una barrera para que la minoría pueda agruparse a fin de ejercer aquellos derechos de la minoría que requieren de un porcentaje mínimo de participación y por tanto se está reduciendo la capacidad de control de los minoritarios sobre los administradores y los accionistas de control.¹¹⁰³

¹¹⁰⁰ En concreto, esta facultad se encontraba regulada en el art. 22.3 del RD 116/1992 por el que se establecía que “*cualquier información de que de que dispongan las emisoras en relación con la identidad de sus accionistas deberá estar permanentemente a disposición de cualquiera de ellos*”, es decir, sin limitación alguno. La Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo, consideró que esta regulación era excesiva y propuesto su limitación lo que dio lugar a la nueva redacción del art. 497 LSC. V. COMISIÓN DE EXPERTOS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO, *Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas*, 2013, pág. 34.

¹¹⁰¹ En este mismo sentido ESPÍN GUTIÉRREZ, C., “El derecho a conocer...”, cit., págs. 636-637.

¹¹⁰² SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. Y OTROS, “El Estudio sobre propuestas...”, cit., pág. 204. En este derecho subyace lo que se conoce como *Empowering shareholders*, incluida en la línea del incremento de la democracia accionarial, además de ser la tesis que preside la Directiva 2007/36 cuando plantea diversos mecanismos para garantizar el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas y reactivarlos.

¹¹⁰³ Resulta incomprensible que se exija el mismo porcentaje para que los accionistas tengan acceso a los datos de otros socios para poder agruparse y ejercer un derecho (un 3%) que el porcentaje para ejercer otros derechos de minoría (ad.ex. exigir la convocatoria de la junta, derecho a completar el orden día o a presentar propuestas de acuerdo, entre otros). V. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. Y OTROS, “El Estudio sobre propuestas...”, cit., pág. 208.

Con el objetivo de evitar abusos, la información que se les proporcione únicamente podrá utilizarse para contactar entre ellos a fin de coordinarse a la hora de ejercer sus derechos y defender sus intereses comunes, recogiéndose la responsabilidad de aquellos que obtengan los datos por los daños que causen por la utilización indebida en el apartado 3º del art. 497 LSC.

9.3.4.- Mecanismos de coordinación entre accionistas

Unos de los principales problemas por los que la participación de los accionistas es moderada es la dificultad del ejercicio de los derechos políticos de aquellos pequeños accionistas dispersos y los costes asociados a su coordinación. Entre las medidas que propone la doctrina para tratar de mejorar esta situación, podemos citar la agrupación y coordinación de los pequeños accionistas a través de foros y asociaciones de accionistas.¹¹⁰⁴ Este puede ser un mecanismo conveniente para reactivar la junta general, a la vez que se apoya y se protege a los accionistas minoritarios de las sociedades cotizadas.¹¹⁰⁵ Aunque en general estos mecanismos están dirigidos al *free float*, los inversores institucionales de menor tamaño (menos del 0,5 % del capital social) también pueden participar o utilizarlos para buscar nuevos apoyos.¹¹⁰⁶ Sin embargo, lo más habitual es que los inversores institucionales participen en sus propias asociaciones, fuera del régimen interno societario.¹¹⁰⁷

¹¹⁰⁴ De esta cuestión ya hemos tratado en el epígrafe 6.1.3. de este capítulo, al hablar de los diversos procedimientos de captación de apoderamientos. En general, sobre este tema v. ALONSO LEDESMA, C., “Las asociaciones de accionistas: su convivencia y sus riesgos”, *RDBB*, 104, 2006, págs. 143-162; ESPÍN GUTIÉRREZ, C., “El derecho de los accionistas...”, cit., pág. 866; HERNÁNDEZ SAINZ, E., “Las Asociaciones y los Foros...”, cit., págs. 364-369.

¹¹⁰⁵ HERNÁNDEZ SAINZ, E., “Las Asociaciones y los Foros...”, cit., págs. 364-369.

¹¹⁰⁶ Solo podrán participar aquellos inversores institucionales que posean menos de un 0,5%, en virtud del art. 539.4-b LSC. En cualquier caso, no es habitual que los inversores institucionales utilicen este mecanismo, según señala ALONSO LEDESMA, C., “Las asociaciones de accionistas: su..”, cit., págs. 156-162. La autora se plantea si la utilización de asociaciones de accionistas y la presencia de inversores institucionales (entendemos que activistas) son opciones excluyentes o convergentes. Según concluye no deberían tener la consideración de son excluyentes, siendo más probable que cooperen aunque sin que estos inversores institucionales actúen desde dentro de este tipo de organizaciones.

¹¹⁰⁷ En el supuesto del Reino Unido, donde es más habitual la utilización de este mecanismo, l principal asociación suprasocietaria es el *Institutional Shareholders' Committee*, el cual es la combinación de cuatro de las asociaciones de inversores institucionales radicadas en dicho país (BECHT, M. Y OTROS, “Returns to Shareholder Activism...”, cit., págs. 3099-3100).

Su regulación en nuestro ordenamiento llegó en el año 2010 a raíz de la Ley 12/2010, de 30 de junio, por la que se modificaba, entre otras normas, la LMV, incluyendo una nueva redacción de su art. 117, el cual contenía una regulación específica a estos dos mecanismos.¹¹⁰⁸ Poco tiempo después el contenido de este precepto fue trasladado al art. 528 LSC, que con la modificación de 2011 ha pasado a reenumerarse bajo el art. 539 LSC donde se encuentra actualmente. En 2014 se volvió a modificar parte de su dicción a raíz de la Ley 31/2014, incluyendo más requisitos respecto a su funcionamiento.¹¹⁰⁹

En nuestro país la verdad es que ninguna de las dos modalidades ha tenido una especial acogida.¹¹¹⁰ En el caso de las asociaciones, ya sea por la escasez de sociedades cotizadas con un porcentaje de *free float* considerable, por el difícil proceso de constitución y régimen de funcionamiento,¹¹¹¹ o por la poca tradición de agrupaciones para la defensa de intereses comunes.¹¹¹² Mientras que en el caso de los foros electrónicos de accionistas, podría considerarse que se debe a la desconfianza por parte del emisor, así como al temor de posibles abusos.¹¹¹³

¹¹⁰⁸ Con esta reforma se incluyó en el Derecho positivo una de las recomendaciones del CUBG (punto 3 del Anexo II), en la que se indicaba a las sociedades cotizadas la conveniencia de incorporar mecanismos que permitieran la coordinación entre accionistas.

¹¹⁰⁹ En concreto se modificaron los apartados 2 y 4, completándose la regulación vigente hasta ese momento, especialmente en relación a los requisitos para la constitución de las asociaciones de accionistas, la inclusión de la obligación de auditar sus cuentas en pos de una mayor transparencia y la prohibición de recibir, de forma directa o indirecta, cantidad o ventaja patrimonial alguna de la sociedad cotizada.

¹¹¹⁰ A diferencia de lo que ocurre en los Estados Unidos, Francia o Alemania, donde las asociaciones de accionistas juegan un rol clave para la protección de los accionistas y para la defensa del gobierno corporativo, en España su presencia es bastante limitada. V. HOPT, K. J., “Comparative corporate governance...”, cit., págs. 51-52.

¹¹¹¹ En parte tiene lógica, ya que, ad.ex. el régimen de constitución de las asociaciones de accionistas es bastante complicado en España para que compense frente a los pocos beneficios que se pueden obtener. Así, tras la reforma de 2014, para constituir este tipo de asociaciones en una sociedad cotizada hace falta que concurran al menos cien personas con una titularidad individualmente considerada que no supere el 0,5% del capital social. Tendrán que constituirse mediante escritura pública, inscripción en el Registro Mercantil correspondiente al domicilio social de la sociedad cotizada y en un registro especial de la CNMV y siguiendo una serie de instrucciones como son la llevanza de la contabilidad, la aprobación de las cuentas anuales, que además serán sometidas a auditoría y la elaboración de una memoria de la actividad desarrollada. V. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. Y OTROS, “El Estudio sobre propuestas...”, cit., pág. 204.

¹¹¹² ALONSO LEDESMA, C., “Las asociaciones de accionistas”, cit., pág. 505; HERNÁNDEZ SAINZ, E., “Las Asociaciones y los Foros...”, cit., pág. 374.

¹¹¹³ HERNÁNDEZ SAINZ, E., “Las Asociaciones y los Foros...”, cit., pág. 375.

Los inversores institucionales y, en general cualquier accionista, también podrán coordinarse mediante el recurso a la sindicación de acciones o los sindicatos de voto.¹¹¹⁴ El sindicato de voto es un tipo de pacto parasocial por el que un determinado grupo de accionistas se obliga entre sí o frente a terceros a votar de forma unitaria en los órganos de la sociedad emisora, habitualmente en la junta general. El sentido del voto suele decidirse por la mayoría del sindicato y podrán ejercer ellos mismos el voto o a través de un representante que será también elegido por el sindicato.¹¹¹⁵ Los motivos para llevar a cabo este tipo de pactos pueden ser desde la mera defensa de sus intereses como minoritarios hasta tratar de ejercer un mayor control sobre el órgano de administración.

Debido a su carácter como pacto parasocial, generalmente no será oponible a la sociedad (art. 29.1 LSC), pero sí será vinculante para quienes lo suscriban,¹¹¹⁶ obligándose

¹¹¹⁴ GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control...*, cit., págs. 246-247.

¹¹¹⁵ Sobre el concepto de sindicato de voto, por todos, MAMBRILLA RIVERA, V. M., “Caracterización jurídica de los convenios de voto entre accionistas”, *RDM*, 181-182, 1986, págs. 301-366, págs. 301-305. También puede consultarse, VICENT CHULIA, F., “Licitud, eficacia y organización de los sindicatos de voto”, *RGD*, 559, 1991, págs. 2995-3045; y FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L.; GARRIGOS JUAN, A. M., “Sindicato de voto y de bloqueo”, *RdS*, 5, 1995, págs. 179-202. Más recientemente, GALEOTE MUÑOZ, M. DEL P., “Los sindicatos de voto”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en memoria del profesor Emilio Beltrán: liber amicorum*, A. J. Rojo Fernández Río y A. B. Campuzano Laguillo (coords.), vol. 1, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2015, págs. 315-333; y MORENO UTRILLA, D., *Los sindicatos de bloqueo en las sociedades anónimas*, Tesis defendida en la Universidad de Sevilla - Dept. Derecho Mercantil, 2012.

¹¹¹⁶ Tradicionalmente se ha defendido por la doctrina que los pactos parasociales solo eran eficaces entre las partes que lo suscriben, sin que pudiera ser oponible a terceros, incluida la sociedad. V. MAMBRILLA RIVERA, V. M., “Caracterización jurídica de los...”, cit., pág. 325. Sin embargo, con el tiempo se han reconocido ciertos efectos respecto a la sociedad tanto por la doctrina como por la jurisprudencia. V. especialmente el caso Munaka (STSs (Sala 1ª) de 26 de febrero de 1991 y de 10 de febrero de 1992), en el cual el TS llega a “fingir” la existencia de una junta universal para poder oponer el acuerdo; *leading case* a partir del cual empezaron los cambios respecto a la oponibilidad de estos pactos parasociales. V., PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “El enforcement de los pactos parasociales”, cit., págs. 33-35; PÉREZ MORIONES, A., *Los sindicatos de voto para la junta general de la sociedad anónima*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1996, págs. 483-485. Más recientemente, cubriendo, entre otras cuestiones, la oponibilidad de estos pactos a la sociedad, v. IRIBARREN BLANCO, M., “Pactos parasociales y cambios de socios. (Una visión dinámica de los pactos parasociales)”, *RdS*, 53, 2018, págs. 1-21, págs. 1-2. El autor reduce considerablemente la aplicación a aquellos pactos de carácter universal u omnilaterales.

En la jurisprudencia reciente, en la que también se habla de la oponibilidad a la sociedad de los pactos en los que todos los socios conocen y consisten el pacto podemos citar la STS núm. 893/2012 de 19 de diciembre (Sala 1ª) en su Fundamento de Derecho 3º.6. Posteriormente, en la STS núm. 296/2016 de 5 de mayo (Sala 1ª), en especial en su Fundamento de Derecho 4º, en el que se recoge la diferencia que opera entre un pacto de sindicación de voto y la solicitud pública de representación. En esta segunda Sentencia también se fija la consideración de que este aquellos pactos de carácter reservado no serán generalmente oponibles a la sociedad pero tienen eficacia vinculante para quienes los suscriben (tal y como se recoge en el actual art. 29.1 LSC).

a votar en el seno de la junta en un determinado sentido, ya sea directamente o a través de un representante.¹¹¹⁷ En el caso de las sociedades cotizadas será obligatoria su comunicación a la CNMV, adjuntando una copia sobre las cláusulas que contenga el acuerdo de sindicación y depositándose posteriormente en el Registro Mercantil (arts. 530 a 535 LSC); salvo que el interesado alegue y pruebe que proceder así supondría un grave daño a la sociedad.

En cierta medida, también dentro de las actuaciones “coordinadas”, podemos hablar de los *hedge funds* y su utilización de un tipo de estrategia denominada *wolf pack*.¹¹¹⁸ Se trata básicamente de una colaboración por la que uno o varios *hedge funds* buscan el apoyo de otros activistas, incluidos otros tipos de inversores institucionales o *proxy advisors* para actuar de forma coordinada para conseguir algún objetivo, habitualmente relacionado con el nombramiento de consejeros o su remuneración.¹¹¹⁹

Esta táctica tiene como especialidad que estos inversores institucionales actúan colectivamente o en paralelo pero sin llegar a formar un “grupo” según se define por la Sec. 13(d) (3) de la *Securities Exchange Act*, evitando, por tanto, la obligación de divulgación previa.¹¹²⁰ La principal razón para proceder así es que su actuación

¹¹¹⁷ Sobre la naturaleza contractual de este tipo de pactos, v. GALEOTE MUÑOZ, M. DEL P., “Los sindicatos de voto”, cit., págs. 316-318. En cuanto a la viabilidad de ejercer algún tipo de acción para solicitar el cumplimiento forzoso entre partes (*enforcement inter partes*) o en concepto de indemnización por daños y perjuicios (arts. 1096 y 1101 CC) en el supuesto de incumplimiento, v. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “El enforcement de los pactos parasociales”, cit., págs. 21-22. El autor plantea como posibilidad la utilización de la acción de remoción (art. 1098 CC), remedios resolutorios (sobre la facultad de terminación *ad nutum*) así como el uso de mecanismos de autotutela (*Ibid.* págs. 28-29).

¹¹¹⁸ Este término fue utilizado por primera vez en los tribunales en el caso de la *Third Point LLC v. Ruprecht* del 2 de mayo de 2014, de la Corte de Delaware. V. COFFEE, JR., J. C.; PALIA, D., “The Wolf at the Door...”, cit., pág. 4. Aunque en la doctrina ya llevaba más tiempo siendo utilizado. Entre los primeros autores en utilizar esta terminología encontramos BRIGGS, T. W., “Corporate Governance and...”, cit., págs. 697-699. Según este autor, esta técnica se ha estado utilizando en el mercado desde al menos 2005.

¹¹¹⁹ BECHT, M. Y OTROS, “The Returns to Hedge Fund Activism”, cit., pág. 14.

¹¹²⁰ En virtud de este artículo, cuando dos o más personas actúan como a un grupo con el fin de adquirir, mantener o enajenar valores de un emisor, dicho sindicato o grupo se considerará a los efectos de dicha regulación como una única persona. Es decir, si seis personas adquieren cada una el 1% de las acciones de una sociedad y se pueden considerar como grupo a efectos de esta regulación, sus acciones se tendrán que considerar de forma agregada como si solo fueran una persona, por lo que al superar el 5% que se establece de límite para la comunicación se habría superado en un 1% y tendrán que presentar el Anexo 13D dentro de los 10 días desde la formación del grupo. V. COFFEE, JR., J. C.; PALIA, D., “The Wolf at the Door...”, cit., pág. 24.

permanezca oculta, sin que se pueda prever su incidencia e impacto.¹¹²¹ Otro motivo por el que pretenden evitar que se les considere como “grupo” es para que no se les aplique la obligación que tienen ciertos inversores institucionales de votar responsablemente para cumplir con sus deberes fiduciarios.¹¹²²

Debido a este comportamiento en el límite de la legalidad y por la visión cortoplacista que implica esta práctica, la doctrina suele ser bastante crítica con este tipo de actuaciones por parte de los *hedge funds*.¹¹²³

9.4.5.- El fomento del ejercicio del derecho de voto: El caso especial de los inversores institucionales

Del conjunto de herramientas con que cuentan los inversores institucionales para ejercer su influencia en el control y gestión social destaca en particular el ejercicio del derecho de voto. Este punto ha sido uno de los pilares centrales de los principales debates y reformas normativas relativas a los inversores institucionales.¹¹²⁴

Dentro del amplio abanico de derechos que se atribuyen a los accionistas, el derecho de voto aparece como uno de los esenciales, recogido dentro del contenido mínimo de derechos que enumera el artículo 93 LSC. Su relevancia deriva de la utilización de este derecho por los accionistas para intervenir e influir en la adopción de los acuerdos sociales, para elegir y controlar a los consejeros de la sociedad y para controlar la

En cualquier caso, siempre tratarán de no superar el porcentaje del 10% conjunto porque su intención no es tener el control más que durante un corto periodo de tiempo (lo necesario para llevar a cabo la actuación que tengan prevista) y, especialmente, para que no pueda aplicárseles la Section 16(b) de la *Securities Exchange Act* de 1934 (*Ibid.* pág. 25). Además de por los motivos ya expuestos mantendrán por debajo del 10% de participación social, para que además tampoco les sea de aplicación la normativa europea respecto posibles denuncias por *insider trading* ni se vean obligados a lanzar una OPA en virtud de la regulación de OPAs europea (art. 5 de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición) así como de la normativa nacional (art. 131 TRLMV que fija el umbral en el 30%). V. PACCES, A. M., “Exit, Voice and Loyalty from the Perspective of Hedge Funds Activism in Corporate Governance”, *ECGI Working Paper Series in Law*, n° 320, 2016, págs. 1-45, pág. 15, consultado el 20 de abril de 2018 en <https://papers.ssrn.com/abstract=2805982> y TAPIA HERMIDA, A. J., “Las ofertas públicas de adquisición de valores en España. Teoría y práctica en el vigente”, *RDBB*, 148, 2017, págs. 13-56.

¹¹²¹ PACCES, A. M., “Exit, Voice and Loyalty...”, cit., pág. 15.

¹¹²² BRIGGS, T. W., “Corporate Governance and...”, cit., pág. 692.

¹¹²³ PACCES, A. M., “Exit, Voice and Loyalty...”, cit., págs. 15-16.

¹¹²⁴ QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 40.

situación financiera de la empresa de la que son titulares.¹¹²⁵ Se trata de un derecho del que no puede ser privado ningún accionista (salvo en los casos específicamente previstos en la Ley y, en particular, las acciones sin voto)¹¹²⁶ y que, en principio, ha de atribuirse de forma rigurosamente proporcional al valor nominal de la acción.¹¹²⁷

El derecho de voto se clasifica como un derecho político o administrativo, en relación con la intervención del socio en la vida social, frente a los derechos económicos o patrimoniales.¹¹²⁸ Respecto a este derecho no son admisibles privilegios que directa o indirectamente lo disminuyan, así como tampoco es válido que los estatutos lo pueden limitar de forma discriminatoria.¹¹²⁹ Asimismo, se considera un derecho irrenunciable,¹¹³⁰

¹¹²⁵ Así SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Artículo 48”, cit., pág. 150; y PÉREZ MORIONES, A., “El voto en el derecho societario español”, *RGD*, 622-623, 1996, págs. 8495-8542, págs. 622-623.

¹¹²⁶ Si bien en el pasado había más dudas, en la actualidad nuestra doctrina, siguiendo la doctrina estadounidense, admite que las acciones sin voto no son un tipo de cesión del derecho de voto, sino que su naturaleza jurídica no incluye la transmisión del derecho de voto y por tanto no se trata de una excepción a los principios de indivisibilidad y proporcionalidad. V. ALONSO UREBA, A.; RONCERO SÁNCHEZ, A., “Sobre la Admisibilidad...”, cit., págs. 702-703; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., *¿Dividendos a cambio...*, cit., pág. 9.

¹¹²⁷ Así, ya desde la TRLSA de 1989, en España están prohibidas todas las cláusulas que “de forma directa o indirecta alteraran la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto o el de suscripción preferente” (art.50.2 LSA). Esta norma actualmente se encuentra en el art. 188 LSC que prohíbe la emisión de acciones que alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto.

¹¹²⁸ Por todos, GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades*, cit., págs. 292-293.

¹¹²⁹ Sobre el principio de igualdad de trato, v., entre otros, MARTÍNEZ FLOREZ, A., “Artículo 97. Igualdad de trato”, en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Á.J. Rojo Fernández-Río, E. Beltrán Sánchez, (coord.), vol. 1, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 820-844 y ña doctrina que recoge sobre este concepto CAMPUZANO, A. B., “La tutela de las clases de acciones”, cit., págs. 594-595.

Asimismo, este principio queda recogido en la Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades. Así, en el punto 46 de su Exposición de Motivos se dice que los Estados miembro deben garantizar “la aplicación de los principios que garanticen el trato igual a los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas”.

¹¹³⁰ En la actualidad, el carácter de irrenunciable es también discutido, ya que son pocas las facultades del socio que hoy en día no se vean afectadas por la posibilidad de modulación por parte de la junta general o por los estatutos sociales. V. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Artículo 48”, cit., pág. 110.

pero no de ejercicio obligatorio,¹¹³¹ es decir, el socio dispone de libertad en el ejercicio del voto y puede, en su caso, abstenerse de ejercerlo.¹¹³²

A pesar de lo expuesto, la mayoría de los socios de las grandes sociedades tienden a no ejercerlo, es decir, no participan en la toma de decisiones que se realiza en el seno de la junta general de accionistas. Es por ello por lo que tanto el legislador europeo como el legislador nacional siguen buscando cómo incentivar la participación de los accionistas y, en algunos casos, específicamente de los accionistas institucionales, en el gobierno y administración de las sociedades cotizadas y especialmente respecto al ejercicio del derecho de voto en las juntas generales.¹¹³³

Actualmente, los accionistas de las sociedades cotizadas de todo el mundo son generalmente inversores cuyo interés primario, y típicamente único, es obtener un rendimiento financiero.¹¹³⁴ Su visión es principalmente cortoplacista y el legislador lleva décadas tratando de que se impliquen en la vida social. Sin embargo, como venimos diciendo, existen limitaciones legales que no lo permiten, como el hecho de que ciertos inversores institucionales no pueden tomar posiciones de control en las sociedades en las que invierten, además de toda una serie de motivos por los que ciertos inversores siguen siendo apáticos a pesar de todas las reformas legales acaecidas.¹¹³⁵ El legislador tendrá que tratar de encontrar el equilibrio que permita estimular la participación evitando, en la medida de lo posible, las consecuencias negativas de la obligatoriedad del ejercicio del derecho de voto y otras medidas de similar calado.

¹¹³¹ En esta línea, y en relación con la RDGRN de 28 de octubre de 2005, señala FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. que: “*el derecho de voto, como manifestación de voluntad destinada a operar la perfección del acuerdo social, constituye el derecho político por excelencia. Tanto en nuestra legislación societaria tradicional como en la de los restantes países europeos este derecho constituye una facultad – no una obligación – inherente a la condición de socio*” en FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *Derecho de Sociedades*, cit., vol. I, pág. 482.

¹¹³² Así recoge resumidamente PÉREZ MORIONES, A., “El voto en el derecho societario español”, cit., pág. 8499 y 8511-8513.

¹¹³³ MATEU DE ROS CEREZO, R., “Introducción: Accionistas Institucionales...”, cit., págs. 10-11.

¹¹³⁴ HANSMANN, H.; PARGENDLER, M., “The evolution of shareholder...”, cit., pág. 159.

¹¹³⁵ Sobre esta cuestión ya hemos hablado con anterioridad en el epígrafe 4.2. de este capítulo.

A) Tendencias recientes en el ejercicio del derecho de voto por los inversores institucionales

En cuanto al ejercicio de los derechos de voto por parte de los inversores institucionales, como hemos explicado en el epígrafe relativo al análisis histórico, a pesar del movimiento a favor del impulso de la participación de los inversores institucionales a finales del siglo XX, actualmente la doctrina y los legisladores son más conservadores a la hora de proponer medidas especialmente dirigidas hacia ellos. Entre las medidas más novedosas se podían incluir aquellas que son tendentes a fomentar su presencia y participación, centrándose especialmente en la regulación de los deberes fiduciarios y la publicación de sus políticas de participación y voto.¹¹³⁶

Respecto a la regulación de los deberes fiduciarios de los inversores institucionales, los Estados Unidos ha sido uno de los precursores en dicha materia, ya que cuenta con varias décadas de regulación sobre esta materia. De esta forma, el legislador estadounidense trata de incentivar que aquellos inversores institucionales que ostentaban una cifra considerable de capital social ejercieran sus derechos de voto.¹¹³⁷ Así, en primer lugar podemos señalar la regulación que se encontraba en la *ERISA* de 1974 por la cual los planes de pensiones debían votar de forma responsable (en relación con sus deberes fiduciarios) en las juntas de las sociedades cotizadas.¹¹³⁸ Este deber se generalizó con la

¹¹³⁶ ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., pág. 380.

¹¹³⁷ TRÍAS SAGNIER, M., *Los Inversores Institucionales y el Gobierno...*, cit., pág. 158 y ss.

¹¹³⁸ En relación con la SEC Rule 206(4)-6 (*Proxy voting*) y la Rule 30b1-4 (*Report of Proxy Voting Record*) ambas adoptadas en 2003 a nivel federal, v. PERDICES HUETOS, A. B., “Las agencias de calificación crediticia y los proxy advisors”, en AA.VV., *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas (Cuadernos de Derecho para Ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) R. Mateu de Ros (coord.), vol. 9, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2011, págs. 143-160, pág. 150.

Respecto a la primera de las normas, la SEC Rule 206(4)-6, de la SEC, codificada en el § 275.206(4)6 del Título 17 del *Code of Federal Regulation*, regula los deberes fiduciarios relativos al ejercicio del derecho de voto de los asesores de inversión en aquellos casos en los que estos puedan ejercer el derecho de voto autónomamente por cuenta de sus clientes. Para prevenir los posibles conflictos de interés el asesor deberá implementar una política de voto por escrito donde se establezca cómo va a asegurar que los votos son emitidos en interés del cliente. V. GALLEGO CÓRCOLES, A., “Directrices para la aplicación del Derecho federal estadounidense vigente a determinados aspectos vinculados con la actividad de proxy advisors”, *RdS*, 43, 2014, págs. 1-17, págs. 5-7.

Respecto a la segunda norma, la Rule 30b1-4 de la SEC codificada en el § 270.30b14 del Título 17 del *Code of Federal Regulation*, esta requiere que la empresa de inversión presente un informe anual ante la SEC publicando su registro del ejercicio del derecho de voto por representación en los doce meses anteriores. COFFEE, JR., J. C.; PALIA, D., “The Impact of Hedge Fund Activism”, cit., pág. 15.

promulgación de la *Dodd-Frank Act* de 2010 que trata de incentivar aún más la participación de los inversores institucionales, y del accionariado en su conjunto.

Los resultados que se han obtenido, si bien en ocasiones han modificado el comportamiento de algunos inversores institucionales, no podemos decir que se haya producido un incremento considerable en la participación de otros inversores institucionales que no fueran activos ya con anterioridad, como ocurre con los fondos de pensiones públicos o los *hedge funds*.¹¹³⁹ En el caso de los fondos de inversión, el resultado fue que muchos de ellos han terminado utilizando el asesoramiento de los *proxy advisors* para poder cubrir sus obligaciones, sin que estos se hayan convertido en los líderes del gobierno corporativo.¹¹⁴⁰

En el Derecho español, tal y como hemos expuesto al describir las principales obligaciones de algunos de nuestros inversores institucionales, en el caso de las sociedades gestoras de IIC se recoge la “*obligación de ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo en beneficio exclusivo de los partícipes, especialmente el derecho de asistencia y voto en las juntas generales*” (tal y como viene recogido en el art. 46.1.d) LIIC). Posteriormente, el desarrollo reglamentario incluye en qué supuestos concretos se asume esta obligación, siguiéndose tres criterios: en primer lugar, un criterio cuantitativo: la participación debe representar al menos el 1% del capital social de la sociedad; en segundo lugar, un criterio temporal que se concreta en que las acciones se hayan mantenido por un periodo superior a doce meses y, en tercer lugar, que se trate de un emisor de valores español (criterios que están recogidos en el art. 81.1.i) RIIC). Además, el gestor deberá informar a los partícipes del fondo sobre la política seguida respecto a los derechos políticos, justificando aquellos casos en los que no haya ejercido el derecho de voto.¹¹⁴¹

En cuanto a la Unión Europea, se han adoptado diversas medidas tendentes a la promoción del voto informado por parte de los inversores institucionales. Así destaca la

¹¹³⁹ ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., pág. 380.

¹¹⁴⁰ PERDICES HUETOS, A. B., “Las agencias de calificación...”, cit., págs. 150-151.

¹¹⁴¹ Sobre esta cuestión, v. TRÍAS SAGNIER, M., “Los inversores y accionistas...”, cit., pág. 77. Parte de la doctrina ha criticado el establecimiento de este derecho de voto obligatorio debido, principalmente, a la limitación de la libertad y autonomía en la gestión de las carteras de inversión (algunas incluso han visto reducir su eficacia), así como posibles conflictos de interés, tal y como recogen resumidamente RONCERO SÁNCHEZ, A., “Asistencia y representación...”, cit., págs. 43-44; y QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y...”, cit., pág. 42.

aprobación de la Directiva 2007/36 en la que se incluían diversas medidas para incentivar el ejercicio del derecho de voto. Poco tiempo después se iniciaría la crisis financiera de 2008 y la perspectiva del legislador europeo se iría matizando.

Así, en el Libro Verde sobre “La normativa de gobierno corporativo en la UE” publicado el 5 de abril de 2011, se planteaban medidas para reactivar la participación de los accionistas, incidiendo especialmente en la participación de estos en la aprobación de las políticas de remuneración del consejo. En cuanto a los inversores institucionales, este Libro Verde reconoce la dificultad que estos tienen para ejercer un voto razonado respecto a las sociedades en las que invierten debido a los altos niveles de diversificación de sus carteras, lo que les hace depender en exceso en los servicios de los *proxy advisors*.¹¹⁴² De este planteamiento surgen dos cuestiones principalmente: la primera relativa a cómo se debería regular la actuación de estas empresas de asesoramiento y, en segundo lugar, si es conveniente establecer el voto obligatorio para los inversores institucionales aun cuando ello signifique que realmente en muchas ocasiones solo van a seguir las recomendaciones que les den los *proxy advisors*.

Siguiendo con esta última reflexión, aunque a un nivel extracomunitario, la OCDE ya había señalado como mecanismo más interesante que el ejercicio del derecho de voto obligatorio, el hecho de que los inversores institucionales expliciten sus políticas de voto y posibles conflictos de intereses con sus gestores o de sus *proxy advisors*. Asimismo, recomienda que las sociedades progresen en el establecimiento de canales de comunicación directa con sus principales inversores, cuidando de respetar el principio de igualdad de trato entre los accionistas, en especial, en materia de información pública.¹¹⁴³

De forma similar, el *UK Stewardship Code* de 2010, también ponía un especial énfasis en los deberes fiduciarios de los inversores institucionales respecto a sus clientes o partícipes. Este Código recomienda que se establezcan procedimientos que permitan

¹¹⁴² Estas dos cuestiones se pueden consultar en las págs. 9 y 15 del mencionado Libro Verde (2011) sobre “La normativa de gobierno corporativo en la UE” (EUROPEAN COMMISSION, *Green Paper – The EU corporate governance framework*, de 5 de abril de 2011, consultado el 24 de agosto de 2018 en http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf).

¹¹⁴³ Se trata del Informe OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, 20 de febrero de 2011, consultado el 20 de agosto de 2018, págs. 25-27, en <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/44679170.pdf>. En relación con esta cuestión, v. también TRÍAS SAGNIER, M., “Los inversores y accionistas...”, cit., pág. 77.

mantener la transparencia y la comunicación entre ambas partes, especialmente cuando los inversores institucionales deban recabar los votos de sus clientes. También pone énfasis en la importancia de que los inversores institucionales hagan públicas sus políticas de voto y si utilizan los servicios de *proxy advisors* y cómo aplican la información que reciben de estos.¹¹⁴⁴

Durante este periodo de tiempo también se publicó el Código de Buen Gobierno de la *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA) de fecha 6 de abril de 2011.¹¹⁴⁵ En este Código se incluyen una serie de principios y recomendaciones de buenas prácticas, siendo los más relevantes para nuestra materia los dirigidos a las sociedades gestoras de activos. Respecto a estas entidades, se indica que debe buscarse su compromiso con relación a las sociedades en las que invierten y el cumplimiento de sus deberes fiduciarios respecto de sus clientes e inversores, en la línea del legislador estadounidense.¹¹⁴⁶

Con todos estos antecedentes, se entiende perfectamente el porqué de la reforma de la Directiva de 2007/36 realizada por la Directiva 2017/828. Uno de los objetivos de esta reforma es que este tipo de accionistas se impliquen en las sociedades que invierten, que establezcan unos planes de inversión a medio o largo plazo y traten de seguirlos, así como que participen en la vida societaria, dentro de un esquema *comply or explain*, sin que el legislador tenga que llegar a imponer medidas coercitivas como podría ser el voto obligatorio. Asimismo buscan eliminar parte de la opacidad que suele imperar alrededor de estos inversores, de forma que los beneficiarios finales puedan participar en las decisiones relativas a la inversión y puedan comprobar que sus “intermediarios” actúan

¹¹⁴⁴ Esta última Recomendación se encuentra en el Principio 3 del mencionado Código británico. En general sobre la evolución de los diferentes códigos de buen gobierno en el Reino Unido y cómo se ha llegado a este tipo de recomendaciones sobre el ejercicio de voto, v. MALLIN, C., “Intitutional investors...”, cit., págs. 182-183. El autor señala que en versiones anteriores del *UK Stewardship Code* ya se recogían preceptos en la misma línea de transparencia en el ejercicio del derecho de voto de los inversores institucionales.

¹¹⁴⁵ Este Código puede consultarse en: http://www.efama.org/publications/public/corporate_governance/11-4035%20efama%20ecg_final_6%20april%202011%20v2.pdf.

¹¹⁴⁶ MATEU DE ROS CEREZO, R., “Introducción: Accionistas Institucionales...”, cit., pág. 10.

según lo acordado.¹¹⁴⁷ Es por ello por lo que el legislador también promueve una mayor transparencia por parte de los inversores institucionales y los gestores de activos.¹¹⁴⁸

Así pues, en esta reforma, se establece como obligación que los inversores institucionales publiquen sus estrategias de inversión así como sus políticas de implicación respecto a sus inversiones.¹¹⁴⁹ Asimismo, anualmente publicaran un informe sobre cómo han aplicado dicha política de implicación y como han ejercido sus derechos de voto.¹¹⁵⁰ En segundo lugar también se incluye la comunicación de los elementos principales de su estrategia de inversión, en especial, sobre cómo se ajusta a su perfil y sus pasivos (particularmente, sobre aquellos pasivos a largo plazo) y cómo su estrategia de inversión se ajusta al rendimiento a medio y largo plazo.¹¹⁵¹

¹¹⁴⁷ La Comisión Europea cada vez es más consciente de la necesidad de reducir las estrategias cortoplacistas y desde hace décadas ha estado trabajando, como así se desprende de los documentos previamente señalados y de la propia Directiva 2007/36, en medidas que incentivarán las inversiones a largo plazo. Se quiere aprovechar en cierta medida el cambio de tendencia en el activismo accionarial para llevarlas hacia un desarrollo a largo plazo que mejore el funcionamiento de nuestras. V. FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares...*, cit., pág. 30.

¹¹⁴⁸ En general sobre este aspecto de la reforma, además de lo expuesto a continuación v. GARCÍA MARTÍNEZ, L. M., “Transparencia e implicación...”, cit., págs. 65-69; HERRERO MORANT, R., “El fomento de la implicación...”, cit., págs. 5-7.

¹¹⁴⁹ En virtud del nuevo art. 3 *octies*.1.a) de la Directiva 2007/36 podemos decir que la política de implicación incluirá aquellos aspectos relativos a la estrategia, el rendimiento financiero y no financiero, la estructura del capital, el impacto social y medioambiental y el gobierno corporativo, también como se desarrollará el diálogo con las sociedades en las que invierten, como ejercerán los votos y otros derechos asociados a las acciones, la cooperación con otros accionistas y la comunicación con accionistas significativos de las sociedades dónde invierten. En particular deberán contener qué medidas específicas han tomado para gestionar los posibles conflictos de interés, especialmente cuando ellos o empresas asociadas a ellos mantienen relaciones comerciales con las sociedades en las que invierten. Si no desarrollaran una política de implicación, deberán explicar por qué no lo hacen.

¹¹⁵⁰ En virtud del nuevo art. 3 *octies*.2 de la Directiva 2007/36. Obviamente el legislador ha tenido en cuenta el coste de este ejercicio y permitirá la no publicación de aquellos votos que puedan considerarse como no significantes.

¹¹⁵¹ En el caso que sea un gestor de activos el que invierta en nombre del inversor institucional también deberá publicar el acuerdo que tenga con este así como su duración. Se indicará asimismo cómo el inversor institucional incentiva al gestor de activos a alinear su estrategia de inversión, especialmente respecto a sus pasivos a largo plazo y el rendimiento financiero y no financiero a medio y largo plazo. Todo ello tal y como se recoge en el nuevo art. 3 *decies* de la Directiva 2007/36. Hay que hacer especial referencia a que la evaluación del gestor, en especial, su remuneración, que deberá estar vinculada a la rentabilidad de la inversión a largo plazo. Al igual que en el resto de casos, estos requerimientos también estarán basados en el principio de cumplir o explicar.

Dentro de este mismo paquete de medidas también se incluyen una serie de requerimientos para los *proxy advisors*. Estos deberán publicar, al menos anualmente, información relativa a la preparación de sus investigaciones, asesoramientos y recomendaciones de voto, con el fin de informar adecuadamente a sus clientes sobre la exactitud y fiabilidad de sus actividades.¹¹⁵²

Sin embargo, tampoco podemos asegurar que estas medidas más recientes en relación con el ejercicio del derecho de voto de los inversores institucionales vayan a dar el resultado previsto. Según indica ROCK, hay pocas razones para creer que las propuestas de la Comisión Europea serán mejores que las que han venido desarrollándose en los Estados Unidos con resultados mediocres. Por lo que se puede predecir, y seguramente será así, que tanto los inversores institucionales como los gestores de activos tratarán de actuar de forma más correcta, en lugar de aprovechar que estas normas estarán basadas en el principio de *comply or explain* y limitarse a decir por qué no lo siguieron. No obstante, de la misma manera se podría anticiparse que estos mismos inversores institucionales van a recurrir, como siempre, a la ayuda de externa de asesores para poder alcanzar estos objetivos. Finalmente, ROCK sospecha que a pesar de todos los esfuerzos, este mayor compromiso no aumentará el valor de la empresa o de la cartera.¹¹⁵³

B) *Las loyalty shares (acciones de fidelidad)*

Durante la tramitación de la modificación de la Directiva 2007/36 de 2017 se planteó la posibilidad de incluir la denominas *loyalty shares* o acciones de fidelidad en la propuesta.¹¹⁵⁴ Este mecanismo consiste en atribuir un derecho de voto especial para aquellos accionistas que cumplan una serie de requisitos por los que se les pueda considerar “fieles” a la sociedad. Habitualmente estos requisitos suelen vincularse al

¹¹⁵² Sobre los requisitos exigibles a los asesores de voto hay que remitirse al nuevo art. 3 *undecies* de la Directiva 2007/36. Sobre su interpretación, con disculpas por la autocita, v. HERRERO MORANT, R., “El fomento de la implicación...”, cit., págs. 6-7.

¹¹⁵³ ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., págs. 380-381.

¹¹⁵⁴ En uno de los documentos de sesión sobre la tramitación de la reforma de la Directiva 2007/36 en el Parlamento Europeo, en concreto, en el informe de la Comisión de Asuntos Jurídicos y la opinión de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, se preveía la inclusión de esta medida. Sin embargo, dicha enmienda no fue incluida entre las aprobadas por el Parlamento europeo el 8 de julio de 2015. V. FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, cit., págs. 29-30; NAVARRO GARCÍA, A., “Enmiendas del Parlamento Europeo sobre la Propuesta de Directiva por la que se modifican las Directivas relativas al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y a la declaración sobre gobernanza empresarial”, *RdS*, 45, 2015, págs. 607-610, págs. 609-610.

tiempo que permanezcan las acciones en su cartera de inversión.¹¹⁵⁵ El legislador europeo se había planteado utilizar las *loyalty shares* como fórmula para mejorar el funcionamiento de las juntas de las sociedades al dar incentivos a los accionistas para mantener sus acciones durante un periodo de tiempo más largo, siendo más estables y probablemente implicándose más en el gobierno corporativo de la entidad.¹¹⁵⁶

Sin embargo, esta medida sí que está vigente en algunos Estados miembros de la Unión Europea, destacando las relativamente recientes inclusiones en la normativa francesa e italiana. En Francia, esta previsión fue incluida a través de la *Loi núm. 2014-384 du 29 mars 2014 (Loi Florange)*. A través de esta modificación se recoge la posibilidad para las sociedades cotizadas de incluir sistemas de voto doble, siempre y cuando se cumplan una serie de circunstancias y no se prohíba en los estatutos sociales.¹¹⁵⁷

En cuanto a la regulación italiana, en primer lugar, a través del *Decreto-legge* de 24 de junio de 2014, n° 91 (GU, núm. 144, de 24 de junio), convertido en Ley, con diversas modificaciones, por la *Legge* 11 agosto 2014, n° 116 (GU, núm. 192, de 20 de agosto, Suppl. Ordinario núm. 72); Decreto que es conocido como *Decreto competitività*; se permitió la emisión de acciones de voto plural en las sociedades cerradas, prohibiéndolo en las sociedades cotizadas. Respecto a estas últimas, se incluyó una propuesta distinta, si bien no podrían emitir acciones de voto plural, sí que se les reconocería la posibilidad de implementar *loyalty shares*. En este caso, el sistema consiste en la atribución de un derecho de voto superior (como máximo de dos) a aquellos accionistas que mantengan su inversión durante un plazo que se fijará estatutariamente y no podrá ser inferior a dos

¹¹⁵⁵ DELVOIE, J.; CLOTTENS, C., “Accountability and short-termism: Some notes on loyalty shares”, *L. Fin. Mark. Rev.*, 9, 1, Taylor & Francis, 2015, págs. 19-28, págs. 19-20.

¹¹⁵⁶ NAVARRO GARCÍA, A., “Enmiendas del Parlamento...”, cit., pág. 610.

¹¹⁵⁷ Esta previsión queda recogida en el art. 7 de la *Loi Florange*. Sobre las condiciones que se deben cumplir para poder beneficiarse de este sistema, básicamente se pueden resumir en dos: un requisito objetivo, que las acciones estas estén íntegramente liberadas, que estén representadas mediante títulos nominativos; y otro requisito temporal, que los accionistas deben mantener la inversión al menos dos años (ap. 2º del precepto, que dice así: “*Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les droits de vote double prévus au premier alinéa sont de droit, sauf clause contraire des statuts adoptée postérieurement à la promulgation de la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, pour toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire [...]*”) (v. PACCES, A. M., “Exit, Voice and Loyalty...”, cit., pág. 31). En general sobre este régimen, consultar la reciente obra de FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares...*, cit., págs. 75-80.

años. Esta previsión, incluida en el art. 127 *quinquies* en el *Testo Unico della Finanza* (TUF) introducida por el *Decreto-legge* de 24 de enero de 2015, nº 3 (GU, núm. 9, de 24 de enero), se modifica definitivamente el principio de proporcionalidad introduciéndose el voto *maggiorato* (voto reforzado).¹¹⁵⁸

Por último queremos mencionar que en Alemania durante un periodo de tiempo también tuvieron un sistema similar pero los negativos resultados hicieron que se derogara.¹¹⁵⁹ Por otro lado, en Holanda y Bélgica, si bien no se regula directamente la posibilidad de incluir *loyalty shares* en sus sociedades, tampoco se prohíbe, por lo que en la práctica muchas sociedades lo incorporan como una posibilidad en sus estatutos.¹¹⁶⁰

En España, el principal mecanismo de fomento de la participación de los accionistas son las primas de asistencia que algunas sociedades del Ibex-35 ofrecen a los socios.¹¹⁶¹ Estas primas de asistencia no tienen una regulación legal, pero están reconocidas por el TS.¹¹⁶² Otros mecanismos más complejos y que se asemejaran más a las *loyalty shares*

¹¹⁵⁸ Sobre este sistema en la regulación italiana, v., entre otros, CIAN, M., “Shareholder rights and governance efficiency: The italian experience in a european comparative perspective”, *RdS*, 48, 2016, págs. 243-257; FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares...*, cit., caps. 80-85; GANDÍA PÉREZ, E., “El nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario al régimen jurídico de las acciones de voto plural y de las *loyalty shares* introducidas por el Decreto-Legge Núm. 91, de 24 de junio”, *CDC*, 62, 2016, págs. 173-203.

¹¹⁵⁹ Durante un periodo de tiempo de 5 años, a través de la *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* (la Ley de Transparencia y Control de las Sociedades) de 1998 se permitió la ruptura del principio de proporcionalidad y la emisión de acciones de voto plural. Esta norma, entre otros objetivos, buscaba fortalecer los derechos de los socios y suprimir las limitaciones en su ejercicio. V. ALONSO UREBA, A., “El gobierno de las grandes empresas...”, cit., pág. 128; FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares...*, cit., pág. 51. En aquellos sistemas con concentración del capital como Alemania, este tipo de herramientas puede dar lugar a abusos. La doctrina alemana actual se centra en estudiar la utilidad de las primas de asistencia para conseguir mejorar la participación accionarial (DELVOIE, J.; CLOTTENS, C., “Accountability and short-termism...”, cit., pág. 22).

¹¹⁶⁰ DELVOIE, J.; CLOTTENS, C., “Accountability and short-termism...”, cit., págs. 21-22; ENRIQUES, L., “A Harmonized European Company Law: Are We There Already?”, *ICLQ*, 66, 3, 2017, págs. 763-777, pág. 6; FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares...*, cit., pág. 28.

¹¹⁶¹ Como es el caso de Iberdrola, Endesa o Repsol. V. DELVOIE, J.; CLOTTENS, C., “Accountability and short-termism...”, cit., págs. 22-23. RONCERO cree que sería más efectivo para conseguir reactivar a los accionistas y en particular a los accionistas inversores, buscando incluso que ejerzan sus derechos, vincular la prima no a la asistencia sino al ejercicio del derecho de voto. El propio autor reconoce que esta medida se debería tomar con la debida diligencia porque podría conducir a la emisión de votos irreflexivos o irracionales que provocasen problemas en la estabilidad de las políticas empresariales. Con ello se anticipó a los problemas que generan los *proxy advisors* o incluso a los supuestos de *empty voting*. V. RONCERO SÁNCHEZ, A., “Asistencia y representación...”, cit., pág. 54.

¹¹⁶² STS de la Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª de 3 de mayo de 1989 en donde se analiza la calificación tributaria de las primas de asistencia. Esta doctrina es posteriormente ratificada por la

supondrían creemos una vulneración del principio de proporcionalidad, aunque no sería la primera vez que se vulneraría.¹¹⁶³

En el otro lado del Atlántico, destaca el fallido intento de la SEC de limitar la posibilidad de incorporar reglas que alterasen el principio de proporcionalidad vía la *Rule* 19-c-4 en 1990.¹¹⁶⁴ El resultado es que actualmente en este ordenamiento las sociedades pueden optar por estructuras de gobierno más flexibles aunque suponga un perjuicio para sus accionistas.¹¹⁶⁵ Así, pueden emitirse acciones de dos clases de forma que las acciones de los *insiders* (ya sean los fundadores, administradores o accionistas de control) retienen mayores derechos de voto, mientras que las acciones emitidas al público tienen un voto por acción. Es bastante habitual que empresas tecnológicas que salgan a bolsa constituyan algún tipo de estructura de clase dual. Entre otros, destaca el caso de Snap, Inc. (cuya principal aplicación es SnapChat) que cuando salió a bolsa, las acciones que empezaron a cotizar eran únicamente acciones sin voto, mientras que los administradores y algunos directivos se asignaron todas las acciones con derecho a voto.¹¹⁶⁶

Para concluir este epígrafe queremos señalar que algunos autores no consideran de forma positiva estas medidas legales para promover la inversión a largo plazo (con

consulta vinculante de V2254-05, de 7 de noviembre de 2005, de la Subdirección General de Impuestos sobre las Personas Jurídicas donde (al amparo del art. 23.1.a LIRPF), considerándose un rendimiento del capital mobiliario. V. FARRANDO MIGUEL, I., “Primeras consideraciones sobre la prima de asistencia a las juntas de socios”, en AA.VV., *La Junta General de las Sociedades de Capital*, F. Rodríguez Artigas, I. Farrando Miguel, F. González Castilla, R. Tena Arregui, (coords.), Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, págs. 291-320, pág. 292. En este trabajo se señala que habitualmente la prima de asistencia puede considerarse como un acto de gestión del patrimonio social o como un reparto de dividendos. Aunque este segundo caso es difícil de asumir ya que el reparto no se realiza teniendo en cuenta la aportación del capital ni la participación de los accionistas en el mismo.

¹¹⁶³ Entre algunos ejemplos presentes entre nuestras sociedades cotizadas de supuestos que vulneran el principio de proporcionalidad, FERNÁNDEZ TORRES señala la utilización de diferentes sistemas de control reforzado que limitan la democracia accionarial, cláusulas de blindaje ante OPAs hostiles, estructuras societarias piramidales y, en menor medida, pactos parasociales. V. FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares...*, cit., págs. 73-74.

¹¹⁶⁴ Esta norma fue impugnada y declarada inválida por la Sentencia Business Roundtable v. SEC de 12 de junio de 1990 (D.C. Circuit Court 905 F. 2d 406, 1990). V. WU, J. Y., “Revisiting Business Roundtable and Section 169(c) in The Wake of the Sarbanes-Oxley Act”, *Yale J. Reg.*, 23, 2, 2006, págs. 249-267, pág. 250.

¹¹⁶⁵ FERNÁNDEZ TORRES, I., *Las loyalty shares...*, cit., pág. 55.

¹¹⁶⁶ COX, J. D.; HAZEN, T. L., “Plurality, Majority and empty voting; advance notice bylaws; super voting and tenure voting shares”, en AA.VV., *Treatise on the Law of Corporations*, 3rd Ed., Thomson West, 2017, págs. 1-8, cap. § 13:23 pág. 5.

instrumentos como el voto reforzado, dividendos adicionales o derechos de voto adicionales para los accionistas que retienen sus acciones durante un período más largo del habitual) ya que se centran exclusivamente en los problemas de agencia de primer nivel, es decir, aquellos que surgen entre el órgano de dirección y los accionistas. Sin embargo se olvidan de los problemas de agencia que surgen cuando hay *blockholders* o los que surgen dentro de los propios inversores institucionales respecto a sus clientes o beneficiarios finales.¹¹⁶⁷ Debido a ello, se puede predecir que este tipo de medidas no alcanzará completamente su objetivo si no se incluyen otras medidas simultáneas respecto al resto de problemas y conflictos que pueden surgir entre el accionariado de la sociedad cotizada, como puede ser, mejorando la transparencia entre los inversores institucionales y sus clientes.

C) Responsabilidad de los inversores institucionales por ejercicio indebido de sus derechos. Consecuencias negativas relativas al ejercicio del derecho de voto por parte de los inversores institucionales

Por último debemos tratar la cuestión de la responsabilidad de los inversores institucionales por un ejercicio indebido de sus derechos como socios. Obviamente, en el caso de las IICs, como hemos señalado anteriormente, sus gestores estarán, en determinados casos, obligados a ejercer los derechos de voto asociados a las acciones que forman parte de su cartera, sin que su falta de ejercicio podrá ser tipificado como una infracción administrativa.¹¹⁶⁸

En general, para todos los tipos de inversores institucionales, con el ejercicio de su derecho de voto deberían perseguir el interés general de la sociedad. Es cierto que todos los socios pueden tener sus propios intereses y manifestarlo a través de su voto; sin embargo, en aquellos casos en los que estos socios tengan una posición de influencia o se

¹¹⁶⁷ BAINBRIDGE, S. M., “Reshaping the Playing Field?”, *Regulation*, 31, 2008, págs. 28-37, pág. 31; FRENTROP, P., *Short-termism of Institutional...*, cit., pág. 52.

¹¹⁶⁸ En virtud del art. 80.n) o del art. 81.h) de la LIIC. Sin embargo, no debería considerarse la abstención como un “no ejercicio” si al menos se ha asistido a la celebración de la junta o se ha otorgado la representación correspondiente, según indica VELASCO SAN PEDRO, L., “La gestión de los inversores institucionales. Transparencia y responsabilidad frente a sus partícipes”, en AA.VV., *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas (Cuadernos de Derecho para Ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) R. Mateu de Ros (coord.), vol. 9, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2011, págs. 161-174, pág. 173. Este autor también presenta otros supuestos de responsabilidad de estos inversores por la falta de información a sus partícipes o por una errónea elección de sus inversores.

deban a sus clientes, partícipes o beneficiarios, su derecho de voto estará condicionado por un deber de lealtad hacia los consocios en el primer caso y por un deber fiduciario en el segundo.¹¹⁶⁹

De forma parecida, en los Estados Unidos, como ya hemos indicado se ha llegado a establecer para ciertos supuestos la obligatoriedad de ejercer los derechos de voto, dentro de las obligaciones fiduciarias, sin obtenerse resultados concluyentes y provocando el uso abusivo de los servicios de los *proxy advisors*.¹¹⁷⁰

Es más, en muchos casos estos votos *forzados*, ya sea porque están obligados legalmente como sucede en algunos supuestos para las IICs como si es porque la buena fe les obliga a actuar de cierta forma, se convierten en respaldo casi automático de la posición del consejo de administración. Esta situación se ve agravada en aquellos supuestos en los que los inversores institucionales son controlados directa o indirectamente por entidades financieras con intereses no sólo en el buen funcionamiento de la sociedad, sino en su propio beneficio, ya que habitualmente también habrán otorgado financiación bancaria a la misma. Estas entidades financieras acumularán los votos de su propia cartera, de empresas de su y los votos que recaben como intermediario financiero en sus tareas de gestión o depósito. Y aquellas entidades que no estén bajo la órbita de una entidad financiera terminan utilizando los dudosos servicios de los *proxy advisors*. Con medidas como el voto obligatorio por parte de estas entidades sin duda se conseguirá aumentar los porcentajes de participación y voto en las juntas generales; otra cuestión será la calidad de esos votos y si realmente están meditados en busca de un mejor funcionamiento de la sociedad.

Si el objetivo último es mejorar el control de la gestión social y proteger a los propios partícipes o clientes del inversor institucional, dentro de los deberes fiduciarios

¹¹⁶⁹ A la primera cuestión se refiere PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “La anomalía de la retribución...”, cit., pág. 113. De no proceder así se estaría incurriendo en una suerte de desviación de poder tal y como señala la STS núm. 1686/2012 de 17 de enero de 2012 Sala 1ª (párrafo 63 del Fundamento de Derecho 7º). Los accionistas, especialmente los que ejercer una influencia considerable, deben actuar con buena fe, lo cual les obligará a perseguir los intereses comunes, tal y como dice el autor, con base en el art. 1666 CC.

En cuanto al segundo caso, algunos autores incluso consideran que en estos supuestos de intermediación el ejercicio del derecho de voto realmente le correspondería a los clientes o a los verdaderos accionistas. Por ello, los intermediario financieros deberían trasladar la información correspondiente a estos y, en cualquier caso, actuar en su beneficio (HERMOSILLA GIMENO, R., “Inversores institucionales...”, cit., pág. 148.

¹¹⁷⁰ ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, cit., pág. 376.

de estos inversores, parece que para conseguir este fin puede que sea más eficaz utilizar herramientas de transparencia como la publicación de las políticas de inversión del inversor institucional más que obligarle a votar en todo caso.¹¹⁷¹

Para concluir, entre las diferentes consecuencias negativas relativas al ejercicio del derecho de voto por parte de los inversores institucionales, destaca especialmente el papel que juegan los *proxy advisors*. Sobre esta cuestión ya hemos ido anticipando a lo largo de la tesis que muchos inversores institucionales, incapaces de gestionar el ejercicio meditado de sus derechos de voto, acababan utilizando los servicios de asesoramiento de estas entidades.¹¹⁷² Entre los principales problemas que se pueden señalar por el uso abusivo de estos servicios destaca los posibles conflictos de intereses en los que pueden incurrir estas agencias, así como la responsabilidad derivada de sus informes de recomendaciones.¹¹⁷³ Además, sus recomendaciones en muchos casos no son más que el resultado de la aplicación de modelos y estándares, sin que se adapten a la realidad concreta de la empresa analizada ni a la regulación del Estado en el que se localizan.¹¹⁷⁴ Estas agencias deberían siempre dejar claro a sus clientes que sus recomendaciones no son más que guías, no instrucciones directas de voto, además que, si simplemente se vota según estas recomendaciones, *de facto* se estaría cediendo el derecho de voto a estos asesores.¹¹⁷⁵ Por último, señalar que, en general, se deberían someter a un régimen de control similar al existente para las agencias de calificación crediticia sin que el supervisor

¹¹⁷¹ Tal y como ha optado el legislador europeo en la reforma de 2017 de la Directiva 2007/36 y como ya reconocía la Recomendación complementaria nº 9 del CUBG que indicaba la conveniencia de informar públicamente sobre la política de ejercicio de derecho de voto. Siguiendo uno de los objetivos de este Código, se debía conseguir un compromiso más intenso por parte de las sociedades gestoras (HERMOSILLA GIMENO, R., “Inversores institucionales...”, cit., pág. 148.

¹¹⁷² ALONSO LEDESMA, C., “La reforma del gobierno corporativo de las entidades de crédito”, en AA.VV., *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: Reformas pendientes y andantes*, C. Alonso Ledesma, (dir.), I. Fernández Torres, M.S. Navarro Lerida, R. Palá Laguna, (coords.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, págs. 59-126, pág. 72; PERDICES HUETOS, A. B., “Los asesores de voto...”, cit., pág. 10.

¹¹⁷³ PERDICES HUETOS, A. B., “Las agencias de calificación...”, cit., pág. 145.

¹¹⁷⁴ Lógicamente, en cuestiones de gobierno corporativo no se pueden generalizar las respuestas para todos los casos, *one size doesn't fit all*. Tal y como lo señala, ALLAIRE, Y., “The Troubling Case of Proxy Advisors: Some Policy Recommendations”, cit., págs. 5-6. Es más, estos informes se suelen realizar en masa durante la época de celebración de las juntas generales que suele coincidir para la mayoría de las sociedades cotizadas y por unos trabajadores que en muchos casos solo son contratados durante esa época y con unos conocimientos y experiencia que pueden ser limitados.

¹¹⁷⁵ PERDICES HUETOS, A. B., “Las agencias de calificación...”, cit., pág. 145.

sea lógicamente ESMA (*European Securities and Markets Authority*), sino las autoridades nacionales.¹¹⁷⁶

Además de los problemas que se generan por la utilización abusiva de los servicios de los *proxy advisors*, con la irrupción de los *hedge funds* surgen otros conflictos relacionados con el ejercicio del derecho de voto. La utilización de derivados y otros instrumentos financieros por parte de estos inversores institucionales les permite conseguir en determinadas ocasiones una disociación entre la titularidad del derecho de voto y la exposición al riesgo económico propio del legitimado para el ejercicio del derecho.¹¹⁷⁷ La utilización de este mecanismo podrá producir efectos distorsionadores sobre el gobierno corporativo de las sociedades en las que se realice.

Todo esto que acabamos de exponer no hace más que incidir en un aspecto, la participación de los inversores institucionales en nuestras sociedades cotizadas no siempre tendrá efectos positivos, ni será inocua, llegando incluso, en más ocasiones de las deseables, a tener efectos negativos sobre la sociedad y la economía en su conjunto.

¹¹⁷⁶ MAMBRILLA RIVERA, V. M., “Reseña sobre el Documento elaborado por el grupo de expertos para evaluar la actividad de los «proxy advisors» en relación con emisores españoles”, *RdS*, 39, 2012, págs. 481-483. A nivel europeo, en cierta medida se ha conseguido regular a través de la reforma de la Directiva 2007/36 ya que en su nuevo art. 3 *undecies* se señala que los asesores de voto (*proxy advisors*) deberán publicar código de conducta por el que se rigen e informar sobre cómo ponen en práctica sus recomendaciones. Es más, al menos anualmente también deberán divulgar información relativa a la preparación de sus investigaciones, asesoramientos y recomendaciones de voto, con el fin de informar adecuadamente a sus clientes sobre la exactitud y fiabilidad de sus actividades. En general, sobre las distintas propuestas de regulación que han ido surgiendo en los últimos años en relación con los *proxy advisors* HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., “Proxy advisor...”, cit., pág. 221-222, *et passim*.

¹¹⁷⁷ ALONSO UREBA, A.; RONCERO SÁNCHEZ, A., “Sobre la Admisibilidad...”, cit., págs. 719-720; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Los Problemas Societarios (I)...”, cit., pág. 623; HU, H. T. C.; BLACK, B. S., “Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms”, *BL*, 61, April, 2006, págs. 1011-1070, pág. 1011; PALÁ LAGUNA, R., “La extensión del deber...”, cit., págs. 227-229.

Los mecanismos más habituales que se utilizan para generar situaciones de voto vacío son: el préstamo de acciones o participaciones, las ventas en corto y el empleo de derivados financieros y “capturas” de la fecha de registro. V. CULINOVIC-HERC, E.; ZUBONIC, A., “Tackling Empty Voting in the EU: The Shareholders’ Rights Directive and the Revised Transparency Directive”, *CYELP*, 11, 2015, págs. 133-160, pág. 135.

CONCLUSIONES

PRIMERA.- Tras la crisis financiera de 2008, el legislador nacional, al igual que el europeo y estadounidense, introdujo un paquete de medidas regulatorias para tratar de mitigar los efectos perniciosos de la misma, así como para excluir o mitigar aquellas circunstancias o comportamientos que se consideraban causantes de la misma, con el objetivo de evitar que se reprodujeran aquellas condiciones que pudieran desembocar en una nueva crisis financiera. Entre las principales modificaciones y propuestas que se han llevado a cabo, destacan aquellas que buscaban reducir la excesiva dependencia bancaria del sistema de financiación de las grandes empresas españolas, impulsando, entre otras alternativas, la financiación a través de los mercados de valores. Las estadísticas más recientes reflejan el éxito de las medidas adoptadas, de forma que el sistema de financiación español cada vez se parece más al modelo clásico anglosajón; en consecuencia, la financiación por medio de inversiones en capital tiene cada vez más peso entre nuestras sociedades cotizadas.

SEGUNDA.- La historia demuestra que, en no pocas ocasiones, tras periodos de cierta laxitud en el ordenamiento societario, la economía acaba desembocando en crisis financieras. Lo cual lleva a que el legislador promueva abundantes medidas legislativas para tratar de salir de las crisis así como para tratar de contener las causas que la han provocado. Tras unos períodos con una regulación excesiva, que en algunos momentos puede llegar a suponer una barrera para el funcionamiento fluido del mercado, es habitual que surjan voces críticas que promuevan liberalizar la economía, y la regulación societaria en particular, hasta puntos creemos desproporcionados, lo que, como sabemos, puede ser el punto de partida de otra nueva crisis financiera. La función del legislador debería ser en nuestra opinión el tratar de encontrar un equilibrio entre una excesiva regulación y la total liberalización, ya sea respecto a cuestiones de índole económica, como jurídica, entre las que encontraríamos el gobierno corporativo y el papel de los inversores institucionales. Dicho lo cual, teniendo en cuenta que la mayoría de las novedades en esta materia tradicionalmente se desarrollan en los Estados Unidos, no debería pasar desapercibido que, en mayo de 2018, el Congreso de los Estados Unidos abolió parte de las normas que se habían adoptado a raíz de la crisis de 2008, en concreto, algunos aspectos de la denominada *Volcker Rule*, de forma que, entre otras materias, se reducen

los requisitos aplicables a ciertas entidades de crédito relacionadas con el control de su solvencia.

TERCERA.- Junto al impulso de la financiación a través de los mercados de valores, el fenómeno de la globalización también ha ayudado a que la presencia de inversores extranjeros se haya ido consolidación en nuestro país. De modo que, actualmente, este grupo de accionistas es el más numeroso dentro del accionariado de nuestras sociedades cotizadas. En este conjunto de inversores destaca la presencia de los llamados inversores institucionales, los cuales, si bien ya estaban presentes en nuestro mercado desde hace décadas, en los últimos años han visto crecer de forma considerable sus porcentajes de participación en el capital de las cotizadas españolas.

CUARTA.- Este notable incremento de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas puede influir de forma diversa en la gestión de las mismas. Entre otras consecuencias podemos citar la transformación de la estructura accionarial clásica de nuestro país. España, junto a otros países de nuestro entorno inmediato dentro de la denominada Europa continental, formaba parte de lo que se denominan “sistemas de propiedad con un alto grado de concentración”, frente a otros países como los Estados Unidos o el Reino Unido, en donde su accionariado tradicionalmente estaba más disperso. Ello implicaba que la tenencia de gran parte de las acciones de las sociedades cotizadas en nuestro país estaba concentrada en un número reducido de personas, destacando la presencia de grupos familiares, entidades de crédito, el Estado y puntualmente accionistas individuales. Sin embargo, con el incremento de la participación de los inversores institucionales, teniendo en cuenta que muchos de ellos están sujetos a limitaciones legales respecto a su porcentaje de participación en el capital y a obligaciones de diversificación de sus inversiones, se ha producido el aumento del número de accionistas con participaciones no significativas o que solo superan de forma limitada dicho umbral. De esta forma, las concentraciones de capital a las que hacíamos referencia, se han ido diluyendo, incrementándose el porcentaje de *free float* en cada vez más sociedades cotizadas españolas. A pesar de esta evolución, en la actualidad continúan observándose sociedades con la estructura accionarial clásica como es el caso de Inditex, Acciona o Bankia.

QUINTA.- El concepto de inversor institucional carece de una definición legal o doctrinal unívoca. Esto implica la necesidad de un trabajo previo de conceptualización, estudiándose la utilización del mismo a través de las diferentes normas de carácter

CONCLUSIONES

societario y del mercado de valores, así como en la doctrina legal y financiera nacional e internacional. Fruto de este trabajo es una aproximación al concepto de inversor institucional por el que se describirían como aquellas organizaciones que, de forma profesional, canalizan la inversión de los particulares, reinvertiendo, directa o indirectamente, los fondos recibidos por sus clientes en productos financieros, especialmente, valores mobiliarios, con el objetivo de maximizar la rentabilidad de estas inversiones y repartir estos beneficios entre sus clientes.

SEXTA.- No obstante lo anterior, a nivel legislativo, parece que la tendencia por la que se utilizaba de forma algo arbitraria este concepto puede estar en proceso de revertirse, ya que en el Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento y el Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, y por el que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE y 2011/61/UE y los Reglamentos (CE) nº 1060/2009 y (UE) nº 648/2012, se incluye una definición que se ajustaría razonablemente al concepto tradicional de inversor institucional en sus arts. 1.2. y 2.12 al definir el ámbito de aplicación de la mencionada norma y qué se entiende por inversor institucional. Para ello realiza una enumeración incluyendo, de forma resumida: empresas de seguros y de reaseguros, fondos de pensiones, gestores de fondos de inversión alternativos, sociedades de gestión de OICVM, los propios OICVM y entidades de crédito. La utilización de enumeraciones en las disposiciones normativas, como es este caso, si bien sirve para reconocer fácilmente qué tipo de entidades quedan subsumidas en esta categoría, no será útil si es lo único que contiene el clausulado como concepto de inversor institucional. Habrá que tener en cuenta que es muy fácil que este tipo de categorizaciones queden desfasadas al poco tiempo, debido a la rapidez con la que surgen nuevas figuras en el mercado. Es por ello por lo que será recomendable, a diferencia de lo que ocurre con el mencionado Reglamento, que este tipo de normas incluyan algún tipo de cláusula general de cierre, de forma que mediante una breve descripción de las características propias de estos inversores, se pueda incluir cualquier nuevo tipo de entidad que surja en el futuro.

SÉPTIMA.- Dentro de la categoría de los inversores institucionales se incluyen un conjunto de entidades de diverso tipo que presentan algunas características sustancialmente diferentes, debido, entre otros motivos, a la regulación sectorial a la que están sometidas, la distinta evolución histórica de dichas figuras y al tipo de negocio o

mercado en el que suelen actuar. Ello lleva a que su presencia y actuación en las sociedades en las que inviertan tampoco sea homogénea, incluyendo, entre otros aspectos, diversos tipos de objetivos y estrategias de inversión así como múltiples porcentajes de participación accionarial. La consecuencia más importante de esta heterogeneidad dentro del conjunto de los inversores institucionales, en el contexto de las sociedades cotizadas, es que algunas entidades participarán en la vida societaria mientras que otras permanecerán apáticas o pasivas o, cuando menos, reticentes a actuar, interesándose únicamente por la rentabilidad que obtienen de su inversión.

OCTAVA.- Como hemos afirmado, el sistema de financiación de las grandes sociedades españolas cada vez se asemeja más al anglosajón, con una mayor utilización de la posibilidad de financiarse por la vía los mercados de valores. Lo que a su vez ha llevado a la progresiva transformación de la estructura accionarial, en la cual se observa una paulatina reducción de la concentración de las participaciones societarias. Estos dos factores harán que los posibles problemas de agencia y conflictos de interés que se producían en el seno de las sociedades cotizadas españolas también evolucionen, provocando la necesidad de regular nuevas herramientas de gobierno corporativo que sirvan tanto para aquellas sociedades que continúen presentando una estructura de capital concentrado como para las sociedades con un mayor porcentaje de dispersión. En este contexto, los inversores institucionales son tradicionalmente señalados como la solución para los conflictos que surgen debido a la separación de la propiedad y el control en el seno de las grandes sociedades. Sin embargo, su influencia en las sociedades cotizadas no siempre será positiva, entre otros motivos, debido a que no todos los tipos de inversores institucionales tienen una presencia activa en las cotizadas y, en segundo lugar, porque aquellos inversores que no estén sujetos a restricciones respecto a su participación pueden llegar a tener participaciones significativas. De forma que, en aquellas sociedades cotizadas donde no exista un accionista de control, serán estos inversores los que adopten ese rol, generándose por tanto, otra vez, los problemas de agencia de segundo nivel clásicos vinculados a las estructuras de capital concentrado.

NOVENA.- Debido a que la presencia de inversores institucionales y su participación no siempre tendrá efectos positivos para la sociedad cotizada en la que invierten, el legislador sólo debería incluirlos de forma complementaria a otras herramientas que permitan mejorar el gobierno corporativo de estas sociedades, y no como un mecanismo independiente con carácter general. De esta forma, en las últimas

CONCLUSIONES

propuestas de *soft law* y de Derecho positivo [entre la que se encuentra la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo del 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas], el legislador ha optado por fomentar la participación del conjunto de todos los accionistas, haciendo referencia únicamente a este tipo de inversores, en la medida en que pueden suponer un estímulo para el conjunto accionarial. Para ello se establecen una serie de requerimientos entre los que se incluyen obligaciones informativas, de transparencia en su gestión y otros mecanismos para tratar que su visión financiera sea a largo plazo. Al respecto destacamos la aprobación en Francia y Italia de las llamadas *loyalty shares*.

DÉCIMA.- Si tenemos en cuenta lo indicado en la conclusión anterior, el establecimiento del voto obligatorio sin ningún tipo de instrumento de corrección, no debería ser impulsado por el legislador como mecanismo para el fomento de la participación de los accionistas. Es cierto que entre los deberes fiduciarios de los inversores institucionales, por el hecho de representar los intereses de un conjunto de pequeños accionistas, se incluye el ejercicio del derecho de voto de forma meditada. Sin embargo, este mecanismo puede tener diversas consecuencias negativas: la primera de ellas es que será habitual que el voto se realice siguiendo los acuerdos propuestos por el propio consejo de administración o, simplemente, que se vote de forma irreflexiva. En segundo lugar, debido al gran volumen de sociedades que suelen manejar en sus carteras de inversión los inversores institucionales, será difícil que puedan analizar todos y cada uno de los votos que deben emitir. Es por ello por lo que, tratando de cubrir sus obligaciones fiduciarias, muy probablemente acaben utilizando los servicios de *proxy advisors*, con los problemas que ello genera a su vez, especialmente debido al hecho de que indirectamente, al seguir sin más sus recomendaciones de voto, se les estaría otorgando un poder que no les corresponde, concentrando en estos asesores una parte del control societario. Si el objetivo de este tipo de medidas es la mejora del control y de la supervisión del órgano de administración, protegiendo los intereses de los accionistas minoritarios e, incluso, los de los *stakeholders*, parece que serán más eficaces otro tipo de mecanismos basados en el principio de transparencia, tal y como plantea el legislador europeo en su reciente reforma de la Directiva 2007/36.

UNDÉCIMA.- A pesar de que a nivel legislativo no se haya dado prioridad al fomento de la participación de estos inversores institucionales, no se debe obviar que

algunos tipos de institucionales sí que actúan como activistas, interesándose por el funcionamiento de la sociedad y llevando a cabo campañas para mejorar el gobierno corporativo de las sociedades en las que invierten. Habitualmente se tratará de aquellos inversores institucionales que invierten en el medio-largo plazo, entre los que tradicionalmente se han situado los fondos de pensiones públicos y, en cierta medida, los fondos de pensiones constituidos por sindicatos (más habitualmente presentes en el mercado estadounidense) Actualmente, también se pueden incluir en esta categoría a ciertos *hedge funds*, que en los últimos años han mostrado su lado más activista frente a la opinión generalizada de que su actuación era cortoplacista y únicamente centrada en sus objetivos de rentabilidad a corto.

DUODÉCIMA.- Entre los diferentes mecanismos que pueden utilizar los inversores institucionales para llevar a cabo sus campañas de activismo accionario destacan especialmente los mecanismos extraorgánicos, es decir, aquellos que se llevarán a cabo fuera de la estructura de la sociedad y, en muchas ocasiones, de forma no pública. Entre estas medidas se incluye el establecimiento de canales informales de comunicación con el consejo de administración y el recurso a los *mass media* para criticar la gestión social. Por otro lado, dentro de los mecanismos orgánicos, la presencia de los inversores institucionales prácticamente se reduce a su participación en la junta general de accionistas, si bien algunos de ellos, especialmente aquellos que tengan una mayor participación en el capital social, podrán tener presencia en el consejo de administración, con la problemática que ello conlleva, al tratarse de nombramientos de consejeros dominicales. En el seno de la junta general, en Estados Unidos, origen del movimiento de activismo accionario de los inversores institucionales, destaca la utilización de los mecanismos de representación para aprobar aquellas cuestiones que consideran de interés. Actualmente, tanto en ese país como en el conjunto de la Unión Europea, incluyendo a España, se ha producido un incremento de su participación a través las votaciones relativas al *Say on Pay*, así como respecto al nombramiento y reelección de los consejeros.

BIBLIOGRAFÍA

- ADAMS, R.; FERREIRA, D., “One Share-One Vote: The Empirical Evidence”, *Rev. Fin.*, 12, 1, 2008, págs. 51-91.
- ADMATI, A. R.; PFLEIDERER, P., “The «Wall Street Walk» and shareholder activism: Exit as a form of voice”, *Rev. Fin. Stud.*, 22, 7, 2009, págs. 2645-2685.
- AGHION, P.; VAN REENEN, J.; ZINGALES, L., “Innovation and institutional ownership”, *Am. Econ. Rev.*, 103, 1, 2013, págs. 277-304.
- AGRAWAL, A. K., “Corporate Governance Objectives of Labor Union Shareholders: Evidence from Proxy Voting”, *Rev. Fin. Stud.*, 25, 1, 2012, págs. 187-226.
- AGÜERO ORTIZ, A., “El consumidor como inversor de alto riesgo: La impugnación por vicios del consentimiento de los contratos de adquisición de participaciones preferentes y swaps, una opción sólo al alcance de algunos”, *CESCO*, 8, 2013, págs. 479-504.
- “El Tribunal Supremo insiste en la existencia de inversores minoristas con perfil experto que no merecen la protección de MiFID”, *Centro de Estudios de Consumo - UCLM*, 2015, págs. 1-8, consultado en <http://blog.uclm.es/cesco/files/2015/09/El-Tribunal-Supremo-insiste-en-la-existencia-de-inversores-minoristas-con-perfil-experto-que-no-mercen-la-protección-de-MiFID.pdf>.
- AGUILAR ALONSO, I., “La modificación del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva”, *La Ley Mercantil*, 14, 2015, págs. 1-6.
- DE ALBA BASTARRECHEA, M., “Aspectos relevantes de los modelos operativos derivados de la reforma de posttrade español”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, A. Martínez Flórez, F.J. Garcimartín Alférez, A. Recalde Castells, (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 157-177.
- ALBA FERNÁNDEZ, M., “Los derechos de la minoría cualificada en las sociedades de capital bajo el Anteproyecto de Ley de Código Mercantil”, en AA.VV., *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*,

BIBLIOGRAFÍA

- M.J. Morillas Jarillo, P. Perales Viscasillas, L.J. Porfirio Carpio, (dirs.), Universidad Carlos III de Madrid, Getafe, 2015, págs. 521-539.
- ALBORCH BATALLER, C., *El derecho de voto del accionista: supuestos especiales*, Tecnos, Madrid, 1977.
- ALCALÁ DÍAZ, M. Á., “El deber de fidelidad de los administradores: el conflicto de interés administrador-sociedad”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, G. Esteban Velasco (coord.), Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 447-496.
- *El derecho de impugnación del socio en la sociedad anónima cotizada*, La Ley, Madrid, 2006.
- ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H., “Production, Information Costs, and Economic Organization”, *Am. Econ. Assoc.*, 62, 5, 1972, págs. 777-795.
- ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “El reconocimiento de la personalidad jurídica en la construcción del Derecho de Sociedades”, *InDret*, 1, 2016, págs. 1-104.
- *Interés social y derecho de suscripción preferente: una aproximación económica*, Civitas, Madrid, 1995.
- “La junta, los acuerdos sociales, la prohibición de la unanimidad y el reconocimiento de derechos de veto a los socios”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez*, (coord.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 685-719.
- “La sociedad anónima en el Derecho norteamericano”, *Blog Almacen de Derecho*, 2017, consultado el 20 de octubre de 2017 en <http://almacenederecho.org/la-sociedad-anonima-derecho-norteamericano-blackstone-gierke/>.
- “Las corporaciones y las empresas no son lo mismo”, *Blog Almacen de Derecho*, 2017, consultado el 15 de diciembre de 2017 en <http://almacenederecho.org/las-corporaciones-las-empresas-no-lo/>.
- “Los problemas contractuales en las sociedades cerradas”, *InDret*, 4, 2005, págs. 1-22.
- ALLAIRE, Y., “The case for dual class of shares”, *IGOPP*, May, 2016, págs. 1-7.

BIBLIOGRAFÍA

- “The Troubling Case of Proxy Advisors: Some Policy Recommendations”, *IGOPP*, Policy Paper nº 7, 2013, págs. 1-30.
- ALLEN, W. T., “Our schizophrenic conception of the business corporation”, *Cardozo L. Rev.*, 14, 1992, págs. 261-281.
- ALONSO ESPINOSA, F. J., *Mercado Primario de Valores Negociables*, J.M. Bosch, Barcelona, 1994.
- “Tratamiento Estatutario de las Acciones Sin Voto en una Sociedad Cotizada”, *RdS*, 42, 2014, págs. 221-234.
- ALONSO LEDESMA, C., “Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social”, en AA.VV., *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea : estudios en homenaje a José Girón Tena*, Civitas, Madrid, 1991, págs. 31-64.
- “El papel de la Junta General en el Gobierno Corporativo de las sociedades de capital”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, G. Esteban Velasco (coord.), Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 615-706.
- “La naturaleza del reglamento de la junta y su infracción como causa de impugnación de los acuerdos sociales”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, y otros, vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 389-415.
- “La reforma del gobierno corporativo de las entidades de crédito”, en AA.VV., *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: Reformas pendientes y andantes*, C. Alonso Ledesma, (dir.), I. Fernández Torres, M.S. Navarro Lerida, R. Palá Laguna, (coords.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, págs. 59-126.
- “Las asociaciones de accionistas: su convivencia y sus riesgos”, *RDBB*, 104, 2006, págs. 143-162.
- “Las asociaciones de accionistas”, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra),

2006, págs. 503-540.

ALONSO SOTO, R., “La información al tomador del seguro en la comercialización de productos financieros en forma de seguros”, *RJUAM*, 36, 2017, págs. 17-48.

ALONSO UREBA, A., “El gobierno de las grandes empresas (Reforma legal versus Códigos de Conducta)”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, G. Esteban Velasco (coord.), Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 95-136.

— “El modelo de consejo de administración de la sociedad cotizada tras la reforma legal de 2014 y el CBG de 2015”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, y otros, vol. II, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 27-147.

ALONSO UREBA, A.; RONCERO SÁNCHEZ, A., “IIC, buen gobierno y responsabilidad social corporativa”, en AA.VV., *Situación actual y perspectivas de las IIC*, J.C. Ureta Domingo (coord.), Fundación de Estudios Financieros, Madrid, 2009, págs. 195-214.

— “Sobre la Admisibilidad en Derecho Español Vigente de las Operaciones de Captación del Derecho de Voto de Accionistas en Sociedades Cotizadas: Solicitud de Representación, Derivados Financieros y Compra de Votos.”, en AA.VV., *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*, C. Alonso Ledesma y A. Alonso Ureba (dirs.), Civitas, Madrid, 2013, págs. 697-729.

ÁLVAREZ-MANZANEDA, C. R., “Análisis jurídico de las obligaciones de naturaleza informativa de las sociedades cotizadas”, *RDBB*, 146, 2017, págs. 63-111.

ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Aportación de rama de actividad y segregación. Viejos y nuevos problemas tras el artículo 160 fLSC”, *El Notario*, 67, 2016, págs. 130-133.

AMESTI MENDIZÁBAL, C., “La responsabilidad social corporativa: una forma de administrar”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez, (coord.), vol. II, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 413-445.

BIBLIOGRAFÍA

- ANABTAWI, I.; STOUT, L. A., “Fiduciary Duties for Activist Shareholders”, *Stan. L. Rev.*, 60, 5, 2007, págs. 1255-1308.
- ANSÓN PEIRONCELY, R., *La ley de sociedades anónimas de 1848*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2016.
- APARICIO GONZÁLEZ, M. L., “El gobierno corporativo ante la crisis económico-financiera”, *RJUAM*, 19, 2009, págs. 67-78.
- “La mejora del gobierno corporativo de las sociedades de capital”, *El Notario*, 60, 2015, págs. 46-49.
- “La RSC: nuevo elemento de la gobernanza de las sociedades cotizadas”, *ACM*, 1, 2016, págs. 113-144.
- AQUILA, F. J., *Preparing for Shareholder Activism: What You Need to Be Doing Now 2015*, Practising Law Institute, New York, 2015.
- ARIAS VARONA, F. J., “El tratamiento de los valores de los clientes en el concurso de entidades participantes en el depositario central de valores”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, A. Martínez Flórez; F.J. Garcimartín Alférez; A. Recalde Castells (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 903-944.
- ARIZA RODRÍGUEZ, F.; BOFILL MORIENTE, J.; ALONSO JIMÉNEZ, L., “Ejercicio de la actividad”, en AA.VV., *Comentarios al Rossear: Un análisis del Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras*, L.A. Fernández Manzano, J. Ruiz Echaury, (coords.), Hogan Lovells, Madrid, 2016, págs. 21-49.
- ARMOUR, J., “Bank Governance”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 1108-1127.
- ARMOUR, J.; ENRIQUES, L.; HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R., “The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class”, en AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*, 3a Ed, Oxford University Press, Oxford, 2017, págs. 49-78.
- ARMOUR, J.; HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R., “Agency Problems and Legal Strategies”,

BIBLIOGRAFÍA

- en AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*, 3ª Ed., Oxford University Press, Oxford, 2017, págs. 29-47.
- ARMOUR, J.; HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R.; PARGENDLER, M., “What is Corporate Law?”, en AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*, 3ª Ed., Oxford University Press, Oxford, 2017, págs. 1-28.
- ARMOUR, J.; HERTIG, G.; KANDA, H., “Transactions with Creditors”, en AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*, 3ª Ed., Oxford University Press, Oxford, 2017, págs. 109-143.
- ARRIZABALAGA URIARTE, F., *Nuevo reglamento de instituciones de inversión colectiva y disposiciones de desarrollo*, Wolters Kluwer, Hospitalet de Llobregat (Barcelona), 2015.
- AYRES, I.; CRAMTON, P., “Relational Investing and Agency Theory”, *Cardozo L. Rev.*, 15, 1993, págs. 1033-1066.
- AZOFRA, F., “El Informe Winter sobre Modernización del Derecho Societario en Europa”, *AJUM*, 4, 2003, págs. 31-44.
- BAGO ORIA, M. B., “Las cuentas de la entidad de contrapartida central y su registro de operaciones”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, A. Martínez Flórez; F.J. Garcimartín Alférez; A. Recalde Castells (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 245-294.
- BAINBRIDGE, S. M., *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford University Press, New York, 2012.
- “Does state corporate law really race to the top?”, *Blog de Stephen Bainbridge’s Journal of Law*, 2013, consultado el 5 de septiembre de 2017 en <http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2003/09/does-state-corporate-law-really-race-to-the-top.html>.
- “Reshaping the Playing Field?”, *Regulation*, 31, 2008, págs. 28-37.
- BARKER, R.; CHIU, I. H. Y., “Protecting minority shareholders in blockholdercontrolled companies: Evaluating the UK’s enhanced listing regime in comparison with investor protection regimes in New York and Hong Kong”, *CMLJ*, 10, 1, 2015, págs.

98-132.

BARNARD, J. W., “Institutional investors and the new corporate governance”, *N.C. L. Rev.*, 69, 1990, págs. 1135-1187.

BARRACHINA, E., *Derecho del Mercado de Valores*, Difusión Jurídica, Madrid, 2017.

BAUM, D. J.; STILES, N. B., *The silent partners: Institutional investors and corporate control*, Syracuse University Press, Syracuse, N.Y., 1965.

BAUMS, T., “Corporate Governance in Germany: The Role of the Banks”, *Am. J. Comp. L.*, 40, 1992, págs. 503-526.

BAYSINGER, B. D.; BUTLER, H. N., “The Role of Corporate Law in the Theory of the Firm”, *J.L. & Econ.*, 29, 1, 1985, págs. 179-192.

BEBCHUK, L. A., “Limiting contractual freedom in Corporate Law: The desirable constraints on charter amendments”, *Harv. L. Rev.*, 102, 1989, págs. 1820-1860.

— “The Case for Increasing Shareholder Power”, *Harv. L. Rev.*, 118, 3, 2005, págs. 833-914.

BEBCHUK, L. A.; BRAV, A. P.; JIANG, W., “The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism”, *Colum. L. Rev.*, 115, 5, 2015, págs. 1085-1156.

BEBCHUK, L. A.; COHEN, A.; HIRST, S., “The Agency Problems of Institutional Investors”, *J. Econ. Persp.*, 31, 3, 2017, págs. 89-112.

BEBCHUK, L. A.; ROE, M. J., “A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance”, *Stan. L. Rev.*, 52, 1999, págs. 127-170.

BECHT, M.; FRANKS, J.; GRANT, J.; WAGNER, H. F., “Returns to hedge fund activism: An international study”, *Rev. Fin. Stud.*, 30, 9, 2017, págs. 2933-2971.

— “The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study”, *ECGI Working Paper Series in Finance*, nº 402, 2015, págs. 1-63, consultado el 20 de abril de 2016 en <http://ssrn.com/abstract=2376271>.

BECHT, M.; FRANKS, J.; MAYER, C.; ROSSI, S., “Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund”, *Rev. Fin. Stud.*, 23, 3, 2009, págs. 3093-3129.

BIBLIOGRAFÍA

- BECHT, M.; MAYER, C., “The Control of Corporate Europe”, en AA.VV., *The Control of Corporate Europe*, F. Barca y M. Becht (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2002, págs. 1-30.
- BELCREDI, M.; ENRIQUES, L., “Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control : the Case of Italy”, *ECCI Working Paper Series in Law*, nº 225, 2013, págs. 1-55, consultado el 24 de febrero de 2017 en http://ssrn.com/abstract_id=2325421.
- BENITO OSMA, F., “Las entidades de crédito en los fondos de pensiones y su participación en las sociedades cotizadas”, *DN*, 176, 2005, págs. 5-19.
- *Los partícipes y beneficiarios en la nueva regulación de los planes y fondos de pensiones*, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2008.
- BERLE, A. A., “Corporate powers as powers in trust”, *Harv. L. Rev.*, 44, 1931, págs. 1049-1074.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C., *The modern corporation and private property*, McMillan, New York, 1932.
- BEW, R.; FIELDS, R., “Voting Decisions at US Mutual Funds: How Investors Really Use Proxy Advisers”, 2012.
- BHAGAT, S.; BLACK, B. S.; BLAIR, M. M., “Relational investing and firm performance”, *J. Fin. Res.*, 7, 1, 2004, págs. 1-30.
- BINES, H. E., “Modern Portfolio Theory and Investment Management Law: Refinement of Legal Doctrine”, *Colum. L. Rev.*, 76, 5, 1976, págs. 721-798.
- BLACK, B. S., “Shareholder Passivity Reexamined”, *Mich. L. Rev.*, 89, 1990, págs. 520-608.
- BLACK, B. S.; COFFEE, JR., J. C., “Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation”, *Mich. L. Rev.*, 92, 1994, págs. 1997-2087.
- BLAIR, M. M.; STOUT, L. A., “Team Production Theory of Corporate Law”, *Va. L. Rev.*, 85, 2, 1999, págs. 248-328.
- BLAKE, D., *Pension schemes and pension funds in the United Kingdom*, 2ª Ed., Oxford University Press, New York, 2003.

BIBLIOGRAFÍA

- BLANCO SÁNCHEZ, M. J., “La formación exigible al personal financiero”, *RDMV*, 21, 2017, págs. 1-11.
- BLEMUS, S., “Law and Blockchain: A Legal Perspective on Current Regulatory Trends Worldwide”, *RTDF*, 4, 2017, págs. 1-15.
- BOLDÓ ROSA, C., *Levantamiento del velo y persona jurídica en el Derecho privado español*, 4ª Ed., Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006.
- BOQUERA MATARREDONA, J., “El derecho del accionista a la información”, *RDM*, 300, 2016, págs. 13-36.
- “La Convocatoria de la Junta General en la «Propuesta de Código Mercantil»”, *RDM*, 291, 2014, págs. 77-126.
- “Las entidades asesoras de voto para la implicación de los socios en las sociedades cotizadas según la Directiva 2017/828”, *RDM*, 306, 2017, págs. 459-485.
- BRAV, A. P.; JIANG, W.; KIM, H., “Hedge Fund Activism: A Review”, *Fou. Tren. Fin.*, 4, 3, 2009, págs. 185-246.
- “Recent Advances in Research on Hedge Fund Activism: Value Creation and Identification”, *Ann. Rev. Fin. Econ.*, 7, 1, 2015, págs. 579-595.
- BRAV, A. P.; JIANG, W.; PARTNOY, F.; THOMPSON, R. B., “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance”, *J. Fin.*, 63, 4, 2008, págs. 1729-1775.
- BRIGGS, T. W., “Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis”, *J. Corp. L.*, 32, 4, 2007, págs. 681-738.
- BRUMMER, C., *Soft Law and the global financial system: rule making in the 21st century*, Cambridge University Press, Nueva York, 2012.
- BRUNER, C. M., “Corporate Governance Reform in a Time of Crisis”, *J. Corp. L.*, 36, 2011, págs. 309-341.
- BURKART, M.; LEE, S., “The One Share - One Vote Debate: A Theoretical Perspective”, *ECGI Working Paper Series in Finance*, nº 176, 2007, págs. 1-65, consultado el 30 de mayo de 2016 en http://ssrn.com/abstract_id=987486.
- BUXBAUM, R. M., “Institutional Owners and Corporate Managers: A Comparative

BIBLIOGRAFÍA

- Perspective”, *Brook. L. Rev.*, 57, 1, 1991, págs. 1-53.
- CAMPUZANO, A. B., “La tutela de las clases de acciones en la sociedad anónima”, en AA.VV., *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*, M.J. Morillas Jarillo, P. Perales Viscasillas, L.J. Porfirio Carpio, (dirs.), Universidad Carlos III de Madrid, Getafe, 2015, págs. 592-613.
- CARLIN, W.; MAYER, C., “Finance, investment, and growth”, *J. Fin. Econ.*, 69, 1, 2003, págs. 191-226.
- DE CARLOS BERTRÁN, L., “El secretario del Consejo de Administración y su papel esencial en el sistema de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas”, *La Ley Mercantil*, 17, 2015, págs. 1-23.
- “La sociedad cotizada”, *AJUM*, 39, 2015, págs. 31-42.
- *Regimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Civitas, Madrid, 1998.
- CARRASCO PERERA, Á., “El Reglamento UE 1286/2014, sobre «documentos de datos fundamentales relativos a productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros»”, *CESCO*, 13, 2015, págs. 203-213.
- CARY, W. L., “Federalism and corporate law: reflections upon Delaware”, *Yale L. J.*, 83, 4, 1974, págs. 663-705.
- CASPAR, C.; DIAS, A. K.; ELSTRODT, H., “The five attributes of enduring family businesses”, *McK. Q.*, January, 2010, págs. 1-10.
- ÇELIK, S.; ISAKSSON, M., “Institutional Investors and ownership engagement”, *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2013/2, 2014, págs. 93-114, consultado el 15 de marzo de 2018 en <http://www.oecd.org/corporate/Institutional-investors-ownership-engagement.pdf>.
- “Institutional Investors as Owners”, *OECD Corporate Governance Working Paper*, nº 11, 2013, págs. 1-36.
- CHAGANTI, R.; FAMANPOUR, F., “Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance”, *SMJ*, 12, 7, 1991, págs. 479-491.
- CHEFFINS, B. R., *Company Law. Theory, Structure and Operation*, Clarendon Press,

- Oxford, 1997.
- “The Corporate Governance Movement, Banks and the Financial Crisis”, *Theor. Inq. L.*, 16, 1, 2015, págs. 1-44.
- “The History of Corporate Governance”, en AA.VV., *Oxford Handbook of Corporate Governance*, D. Siegel, K. Keasey, I. Filatotchev, (Eds.), Oxford University Press, Oxford, 2013, págs. 46-64.
- CHEFFINS, B. R.; ARMOUR, J., “The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds”, *J. Corp. L.*, 37, 1, 2011, págs. 51-103.
- CHIEN, C.-Y.; HSU, J. C. S., “The Role of Corporate Governance in Related Party Transaction”, *Available SSRN*, 2010, págs. 1-21, consultado el 20 de mayo de 2018 en <http://ssrn.com/abstract=1539808>.
- CHIU, I. H. Y., “European Shareholder Rights Directive proposals: a critical analysis in mapping with the UK Stewardship Code?”, *ERA Forum*, 17, 1, 2016, págs. 31-44.
- CHOI, S. J.; FISCH, J. E.; KAHAN, M., “Director Elections and the Influence of Proxy Advisors”, *S. Cal. L. Rev.*, 82, 2009, págs. 649-702.
- “Voting Through Agents: How Mutual Funds Vote on Director Elections”, *University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics Research Paper*, No. 11-28, 2011, págs. 1-63, consultado el 25 de octubre de 2015 en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1912772.
- CHUNG, K. H.; ZHANG, H., “Corporate Governance and Institutional Ownership”, *J. Fin. Quant. Anal.*, 46, 1, 2011, págs. 247-273.
- CIAN, M., “Shareholder rights and governance efficiency: The italian experience in a european comparative perspective”, *RdS*, 48, 2016, págs. 243-257.
- CLARK, R. C., “The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treatises”, *Harv. L. Rev.*, 94, 3, 1981, págs. 561-582.
- COFFEE, JR., J. C., “Liquidity Versus Control: The Institutional Investor As Corporate Monitor”, *Colum. L. Rev.*, 91, 6, 1991, págs. 1277-1368.
- “The political economy of Dodd-Frank: Why financial reform tends to be frustrated and systemic risk perpetuated”, *Cornell L. Rev.*, 97, 5, 2012, págs. 1019-1082.

BIBLIOGRAFÍA

- “The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control”, *Yale L. J.*, 111, 1, 2001, págs. 1-82.
- COFFEE, JR., J. C.; PALIA, D., “The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications”, *ECGI Working Paper Series in Law*, nº 266, 2014, págs. 1-89, consultado el 2 de abril de 2017 en https://papers.ssrn.com/abstract_id=2291577.
- “The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance”, *Ann. Corp. Gov.*, 1, 1, 2016, págs. 1-94.
- COHN, J. B.; GILLAN, S. L.; HARTZELL, J. C., “On Enhancing Shareholder Control: A (Dodd-) Frank Assessment of Proxy Access”, *J. Fin.*, 71, 4, 2016, págs. 1623-1668.
- CONDE GARCÍA, F. J., “La transformación del Derecho patrimonial en la época del capitalismo”, *RDM*, 11, 1947, págs. 167-190.
- CONDE TEJÓN, A., “El derecho de información de los socios como medio de control de la actuación de los administradores. El difícil equilibrio para evitar los supuestos de abuso. Propuestas prácticas de mejora”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez*, (coord.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 533-563.
- COOLS, S., “The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers”, *Harvard - John M. Olin Center for Law, Economics, and Business - Discussion papers*, No. 490, 2010, págs. 1-78, consultado el 10 de mayo de 2018 en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=623286.
- COTTER, J. F.; PALMITER, A. R.; THOMAS, R. S., “The First Year of «Say on Pay» Under Dodd-Frank: An Empirical Analysis and Look Forward”, *Geo. Wash. L. Rev.*, 81, 3, 2013, págs. 967-1011.
- COX, J. D.; HAZEN, T. L., “Plurality, Majority and empty voting; advance notice bylaws; super voting and tenure voting shares”, en AA.VV., *Treatise on the Law of Corporations*, 3rd Ed., Thomson West, 2017, págs. 1-8.
- “The time, place, and notice of the meeting”, en AA.VV., *Treatise on the Law of Corporations*, 3rd Ed., Thomson West, St. Paul, MN, 2017, págs. 1-5.

BIBLIOGRAFÍA

- COX, J. D.; THOMAS, R. S., “The Evolution in the U.S. of Private Enforcement via Litigation and Monitoring Techniques: Are There Lessons for Germany?”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 906-927.
- CULINOVIC-HERC, E.; ZUBONIC, A., “Tackling Empty Voting in the EU: The Shareholders’ Rights Directive and the Revised Transparency Directive”, *CYELP*, 11, 2015, págs. 133-160.
- DAMBORENEA AGORRIA, I., “La estructura jurídica de los fondos de inversión”, *RDBB*, 113, 2009, págs. 55-95.
- “La estructura jurídica de los fondos de inversión del Derecho angloamericano”, *RDBB*, 110, 2008, págs. 149-168.
- DAVIS, E. P.; STEIL, B., *Institutional Investors*, MIT Press, Cambridge, Mass., 2001.
- DAVIS, G. F.; THOMPSON, T. A., “A Social Movement Perspective on Corporate Control”, *Adm. Sci. Q.*, 39, 1, 1994, págs. 141-173.
- DAVIS, J. H.; SCHOORMAN, F. D.; DONALDSON, L., “Toward a Stewardship Theory of Management”, *Acad. Manag. Rev.*, 22, 1, 1997, págs. 20-47.
- DELANNEY, L., “Las nuevas técnicas de inversión -inversores institucionales- y las bolsas”, en AA.VV., *Lecturas sobre bolsa*, M.A. Vallvé-Ribera de Hortalá (coord.), Ministerio de Hacienda e Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1977, págs. 377-392.
- DELVOIE, J.; CLOTTENS, C., “Accountability and short-termism: Some notes on loyalty shares”, *L. Fin. Mark. Rev.*, 9, 1, Taylor & Francis, 2015, págs. 19-28.
- DEMSETZ, H., “The Cost of Transacting”, *Q. J. Econ.*, 82, 1, 1968, págs. 33-53.
- DÍAZ LLAVONA, C., *Distribución de seguros por entidades de crédito: los operadores de banca-seguros*, Civitas, Madrid, 2015.
- “No More Doubts about the Nature of Unit-Linked Products”, *EJRR*, 3, 4, 2012, págs. 621-624.
- DÍAZ MORENO, A., “Derecho a conocer la identidad de los accionistas: nuevo régimen en el Real Decreto 878/2015”, *AGAP*, Noviembre, 2015, págs. 1-5.

BIBLIOGRAFÍA

- DÍAZ RUIZ, E., “El informe anual de gobierno corporativo (art. 540 LSC)”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, y otros, vol. II, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 1039-1069.
- “Los inversores institucionales y el buen gobierno corporativo”, *RDM*, 263, 2007, págs. 193-206.
- “Los mercados secundarios oficiales de valores en España: Una visión panorámica”, *Themis*, 40, 2000, págs. 101-112.
- DÍAZ RUIZ, E.; RUIZ BACHS, S., “Reformas urgentes para el impulso a la productividad: importantes reformas y algunas lagunas”, *La Ley*, 2, 2005, págs. 1908-1920.
- DOMBALAGIAN, O. H., “Can Borrowing Shares Vindicate Shareholder Primacy?”, *Univ. Calif. Davis L.Rev.*, 42, 2009, págs. 1231-1313.
- DONALDSON, L.; DAVIS, J. H., “Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns”, *Aust. J. Manag.*, 16, 1, 1991, págs. 49-64.
- DUNLAVY, C. A., “From citizens to plutocrats: Nineteenth-century shareholder voting rights and theories of the corporation”, en AA.VV., *Constructing corporate America: History, politics, culture*, K. Lipartito and D. B. Sicilia (eds.), Oxford University Press, Oxford and New York, 2004, págs. 66-93.
- DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F., *Tutela de la minoría. Impugnación de acuerdos lesivos*, Universidad de Valladolid, Valladolid, 1957.
- EASTERBROOK, F. H.; FISCHER, D. R., “The Corporate Contract”, *Colum. L. Rev.*, 89, 7, 1989, págs. 1416-1448.
- *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge, 1991.
- ECHEBARRÍA SÁENZ, M., “La responsabilidad del socio por la información solicitada”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, y otros, vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 225-241.

- EDELMAN, P. H.; THOMAS, R. S.; THOMPSON, R. B., “Shareholder voting in an Age of Intermediary Capitalism”, *S. Cal. L. Rev.*, 87, 2014, págs. 1359-1434.
- EDMANS, A., “Blockholders and Corporate Governance”, *Ann. Rev. Fin. Econ.*, 6, 1, 2014, págs. 23-50.
- EELLS, R., *The meaning of the modern business: an introduction to the philosophy of large corporate enterprise*, Columbia University Press, Nueva York, 1960.
- EISENBERG, M. A., “An Overview of the Principles of Corporate Governance”, *BL*, 48, 1993, págs. 1271-1296.
- “The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decisionmaking”, *Cal. L. Rev.*, 57, 1, 1969, págs. 1-181.
- EISENHOFER, J. W.; BARRY, M. J., *Shareholder activism handbook*, 2013, Wolters Kluwer, New York, 2005.
- EMBID IRUJO, J. M., “El Derecho de Sociedades ante la Crisis”, *CDC*, 59, 2013, págs. 15-70.
- “Los supuestos de conflicto de interés con privación del derecho de voto del socio en la junta general (art. 190.1 y 2 LSC)”, *RdS*, 45, 2015, págs. 2-16.
- EMBID IRUJO, J. M.; DEL VAL TALENS, P., *La responsabilidad social corporativa y el Derecho de sociedades de capital: entre la regulación legislativa y el soft law*, Boletín Oficial del Estado, Madrid, 2016.
- EMPARANZA SOBEJANO, A., “El ejercicio del derecho de voto a través de medios telemáticos: situación normativa y experiencias prácticas”, en AA.VV., *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas. El proceso de adaptación de la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas en España e Italia.*, N. Abriani y J.M. Embid (dirs.), A. Emparanza Sobejano y J. Boquera Matarredona (coords.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2011, págs. 255-282.
- “El régimen de las propuestas de acuerdo presentados por los accionistas sobre asuntos ya incluidos o que deban incluirse en el orden del día [arts. 519.3º y 518.D) LSC]”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la

- Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, y otros, vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 717-743.
- “El Reglamento de la Junta de accionistas tras la nueva Ley 26/2003, de 17 de julio, de transparencia de las sociedades cotizadas”, *RdS*, 21, 2003, págs. 149-164.
- ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., “Los inversores institucionales en las reglas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas”, en AA.VV., *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas (Cuadernos de Derecho para Ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) R. Mateu de Ros (coord.), vol. 9, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2011, págs. 175-194.
- ENGLISH II, P. C.; SMYTHE, T. I.; MCNEIL, C. R., “The «CalPERS effect» revisited”, *J. Corp. Fin.*, 10, 1, 2004, págs. 157-174.
- ENGRÁCIA ANTUNES, J., “Fondos de inversión libre y derecho de sociedades”, *RDBB*, 113, 2009, págs. 7-54.
- ENRIQUES, L., “A Harmonized European Company Law: Are We There Already?”, *ICLQ*, 66, 3, 2017, págs. 763-777.
- ENRIQUES, L.; VOLPIN, P., “Corporate Governance Reforms in Continental Europe”, *J. Econ. Persp.*, 21, 1, 2007, págs. 117-140.
- ESPÍN GUTIÉRREZ, C., “El derecho a conocer datos de los accionistas de sociedades cotizadas”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, y otros, vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 613-647.
- “El derecho de los accionistas y de las asociaciones a conocer datos de los socios de la sociedad cotizada a través del depositario central de valores”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, A. Martínez Flórez, F.J. Garcimartín Alférez, A. Recalde Castells, (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 873-912.
- ESTEBAN VELASCO, G., “Algunos aspectos relevantes de la regulación de la junta general de los socios en la nueva Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 1995”, en AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil: Homenaje al Profesor Justino Duque*

BIBLIOGRAFÍA

- Domínguez*, vol. I, Ediciones Universidad de Valladolid, Valladolid, 1998, págs. 233-258.
- “Distribución de competencias entre la Junta General y el órgano de Administración, en particular las nuevas facultades de la Junta sobre activos esenciales”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, y otros, vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 29-89.
- *El poder de decisión en las sociedades anónimas: derecho europeo y reforma del derecho español*, Civitas, Madrid, 1982.
- “La renovación de la estructura de la administración en el marco del debate sobre el gobierno corporativo”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, G. Esteban Velasco (coord.), Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 137-212.
- “Presentación: ¿Una nueva manera de entender e impulsar?”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, G. Esteban Velasco (coord.), Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 25-50.
- FAIRFAX, L. M., “Shareholder Democracy on Trial: International Perspective on the Effectiveness of Increased Shareholder Power”, *Va. L. & Bus. Rev.*, 3, 1, 2008, págs. 1-33.
- FARRANDO MIGUEL, I., “El Derecho mercantil y la armonización y unificación comunitaria”, *RDP*, 6, 2000, págs. 59-143.
- “La inversión a través de Instituciones de Inversión Colectiva”, *RDBB*, 51, 1993, págs. 681-744.
- “Las acciones sin voto y el valor del derecho de voto (pequeña contribución a la crítica de las acciones sin voto).”, *RDM*, 206, 1992, págs. 767-798.
- “Primeras consideraciones sobre la prima de asistencia a las juntas de socios”, en AA.VV., *La Junta General de las Sociedades de Capital*, F. Rodríguez Artigas, I. Farrando Miguel, F. González Castilla, R. Tena Arregui, (coords.), Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, págs. 291-320.
- FERNÁNDEZ DE ARAOZ Y GÓMEZ ACEBO, A.; GÓMEZ-JORDANA MOYA, I., *La colocación*

privada de valores, Civitas, Madrid, 1999.

- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “Administradores y Junta general: nuevas y viejas reflexiones sobre distribución y control del poder en las sociedades cotizadas”, *RDBB*, 104, 2006, págs. 83-104.
- *Derecho de Sociedades*, vol. I, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010.
- “El debate actual sobre el gobierno corporativo: aspectos metodológicos y de contenido”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, G. Esteban Velasco (coord.), Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 55-94.
- “Gobierno corporativo y seguridad jurídica: una contribución al estudio del mercado global en el ámbito societario”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez*, (coord.), vol. II, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 465-526.
- *La atipicidad en derecho de sociedades*, Portico, Zaragoza, 1977.
- “La dualidad de tipos de Sociedades de Capital: análisis y perspectivas”, en AA.VV., *La modernización del Derecho de sociedades de capital en España*, C. Alonso Ledesma, A. Alonso Ureba, G. Esteban Velasco, (dirs.), Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 49-58.
- “Su libro «Nuevos hechos nuevo Derecho de la Sociedad Anónima» como impulso a la reforma de la Sociedad Anónima”, en AA.VV., *Joaquín Garrigues, jurista y universitario ejemplar*, A. Sánchez de la Torre (dir.), Servicio de publicaciones Facultad de Derecho - Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 1996, págs. 245-254.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L.; GARRIGOS JUAN, A. M., “Sindicato de voto y de bloqueo”, *RdS*, 5, 1995, págs. 179-202.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Aproximación a la categoría de «operaciones sobre activos esenciales», cuya decisión es competencia exclusiva de la Junta [arts. 160 f) y 511 bis LSC]”, *La Ley Mercantil*, 11, 2015, págs. 24-48.
- “La calificación del orden del día de la Junta general convocada por el Registrador mercantil”, *La Ley Mercantil*, 23, 2016, págs. 1-30.

BIBLIOGRAFÍA

- “La sociedad de capital de base personalista en el marco de la reforma del Derecho de sociedades de responsabilidad limitada”, *RGD*, 596, 1994, págs. 5431-5476.
- “Los Problemas Societarios y de Gobierno Corporativo del llamado «Voto Vacío» (Empty Voting) Parte I”, en AA.VV., *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*, C. Alonso Ledesma y A. Alonso Ureba (dirs.), Civitas, Madrid, 2013, págs. 619-655.
- FERNÁNDEZ, M., “Enmarcar este informe dentro de la legislación española”, *APD*, 159, 1998, págs. 97-100.
- FERNÁNDEZ PÉREZ, N., *La protección jurídica del accionista inversor*, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2000.
- FERNÁNDEZ TORRES, I., “La Volcker Rule y las iniciativas europeas”, *RDBB*, 136, 2014, págs. 293-299.
- *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, Madrid, 2017.
- “Reformas financieras estructurales: Volcker rule, ¿oportunidad o conveniencia?”, en AA.VV., *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: Reformas pendientes y andantes*, C. Alonso Ledesma, (dir.), I. Fernández Torres, M.S. Navarro Lerida, R. Palá Laguna, (coords.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, págs. 127-154.
- FERRARINI, G. A.; UNGUREANU, M. C., “Executive Remuneration”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 334-362.
- FERREIRA, M.; MATOS, P., “The colors of investors’ money: The role of institutional investors around the world”, *J. Fin. Econ.*, 88, 3, 2008, págs. 499-533.
- FISCH, J. E., “Relationship investing: Will it happen? Will it work?”, *Ohio St. L.J.*, 55, 5, 1994, págs. 1009-1048.
- “The Long Road Back: Business Roundtable and the Future of SEC Rulemaking”, *Seattle U. L. Rev.*, 36, 2013, págs. 695-730.
- FISCHEL, D. R., “The Corporate Governance Movement”, *Vand. L. Rev.*, 35, 6, 1982, págs. 1259-1282.

BIBLIOGRAFÍA

- FLECKNER, A., “El futuro del Derecho de Sociedades en Europa: cuestiones de procedimiento y metodología”, *Blog Almacen de Derecho*, 2017, consultado el 8 de diciembre de 2017 en <http://almacenederecho.org/futuro-del-derecho-sociedades-europa-cuestiones-procedimiento-metodologia/>.
- FLORES DOÑA, M. DE LA S., “La constitución de la junta general de accionistas”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez*, (coord.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 511-531.
- “La extensión del régimen de participación importante a los instrumentos financieros derivados”, en AA.VV., *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*, C. Alonso Ledesma y A. Alonso Ureba (dirs.), Civitas, Madrid, 2013, págs. 731-760.
- “La intervención en la Junta General de personas no legitimadas y los supuestos de invalidez de votos o error en el cómputo de los mismos”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, y otros, vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 441-475.
- FRANKEL, T., “Regulation of Variable Life Insurance”, *Notre Dame L. Rev.*, 48, 5, 1973, págs. 1017-1091.
- FRENTROP, P., *Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem*, Nyenrode Business Universiteit, Breukelen, 2012.
- FRIEDMAN, M., “The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits”, *The New York Times Magazine*, 1970, págs. 173-178.
- FUENTES NAHARRO, M., “El accionista «depredador». Un acercamiento a la figura y su problemática a partir de la experiencia comparada”, *RDBB*, 31, 128, 2012, págs. 7-34.
- “El derecho al complemento de convocatoria de la Junta general: su ejercicio en casos de convocatoria judicial (Auto de 7 de marzo de 2008, del Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Bilbao)”, en AA.VV., *La Junta General de las Sociedades de Capital*, F. Rodríguez Artigas, I. Farrando Miguel, F. González Castilla, R. Tena

- Arregui, (coords.), Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, págs. 179-199.
- GAL, J.; GRÜNDL, H.; DONG, M. I., “The Evolution of Insurer Portfolio Investment Strategies for Long-term Investing”, *OECD Journal: Financial Market Trends*, nº 1, 2016, págs. 1-55, consultado en http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/the-evolution-of-insurer-portfolio-investment-strategies-for-long-term-investing_fmt-2016-5jln3rh7qf46.
- GALEOTE MUÑOZ, M. DEL P., “Los sindicatos de voto”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en memoria del profesor Emilio Beltrán: liber amicorum*, A. J. Rojo Fernández Río y A. B. Campuzano Laguillo (coords.), vol. 1, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2015, págs. 315-333.
- *Sindicatos de voto. El control de una sociedad conjunta*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2008.
- GALLEGO CÓRCOLES, A., *Asesores de Voto («proxi advisors») y el ejercicio del derecho de voto en las sociedades cotizadas*, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2014.
- “Directrices para la aplicación del Derecho federal estadounidense vigente a determinados aspectos vinculados con la actividad de proxy advisors”, *RdS*, 43, 2014, págs. 1-17.
- “Regulación estatutaria de los derechos de información y de voto en una sociedad cotizada y cesión onerosa del derecho de voto a través del otorgamiento de poder de representación (STS de 12 de noviembre de 214)”, *RdS*, 44, 2015, págs. 353-385.
- GANDÍA PÉREZ, E., “Acciones de voto plural y «loyalty shares». Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia”, *RDM*, 300, 2016, págs. 61-112.
- “El nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario al régimen jurídico de las acciones de voto plural y de las loyalty shares introducidas por el Decreto-Legge Núm. 91, de 24 de junio”, *CDC*, 62, 2016, págs. 173-203.
- GANTCHEV, N., “The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model”, *J. Fin. Econ.*, 107, 3, 2013, págs. 610-631.
- GARCÍA COTO, D. J.; GARRIDO DOMINGO, J., “Financiación no bancaria de la empresa

- española a través de los mercados capitales”, *ME*, 29, 2013, págs. 193-221.
- GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J., “El reglamento de la junta general”, *Diario la Ley*, 6.182, 2005, págs. 1724-1731.
- GARCÍA MANDALONIZ, M., “Inconcreción del deber de diligente administración, disposición del régimen de responsabilidad e inclusión de la regla de la discrecionalidad empresarial (Artículo 225 de la Ley de Sociedades de Capital)”, en AA.VV., *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, A. Martínez-Echevarría y García de Dueñas (dir.), Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2015, págs. 353-422.
- GARCÍA MARTÍNEZ, L. M., “La influencia de la inversión de los hedge funds en las sociedades en las que invierten”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil (UCM)*, 76, 2013, págs. 1-25, consultado el 14 de mayo de 2018 en <https://eprints.ucm.es/21187/>.
- “Transparencia e implicación accionarial (consideraciones preliminares a la reforma de la Directiva 2007/36/CE)”, *RDMV*, 20, 2017, págs. 61-70.
- GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., “De nuevo sobre el traslado de sede social al extranjero: comentario al caso Polbud”, *La Ley Mercantil*, 41, 2017, págs. 1-9.
- “La propuesta de Directiva sobre el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto”, *RdS*, 26, 2006, págs. 203-217.
- “Valores negociables y custodia internacional: algunas cuestiones fundamentales”, en AA.VV., *La modernización del Derecho de sociedades de capital en España*, C. Alonso Ledesma, A. Alonso Ureba, G. Esteban Velasco, (dirs.), vol. 1, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 195-226.
- GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J.; SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S., “Valores negociables y custodia internacional: algunas cuestiones fundamentales”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, A. Martínez Flórez, F.J. Garcimartín Alférez, A. Recalde Castells, (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 797-830.
- GARNER, B. A. (ed.), *Black’s Law Dictionary*, 7th ed., West Group, St. Paul, MN, 1999.
- GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control del poder en las sociedades*

BIBLIOGRAFÍA

- cotizadas y los inversores institucionales*, Studia Albornotiana - Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia, Zaragoza, 2002.
- “Los consejeros independientes”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, y otros, vol. II, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 955-987.
- GARRIGUES, J., *Nuevos hechos, nuevo Derecho de sociedades anónimas*, Revista de Derecho Privado, Madrid, 1933.
- “Teoría General de las Sociedades Mercantiles (continuación)”, *RDM*, 142, 1976, págs. 519-552.
- *Tratado de Derecho Mercantil*, vol. 2 T.I, Revista de Derecho Mercantil, Madrid, 1947.
- GARTEN, H., “Institutional Investors and the New Financial Order”, *Rutgers L. Rev.*, 44, 1992, págs. 585-674.
- GILBERT, L. D., *Dividends and democracy*, American Research Council, Larchmont, New York, 1956.
- GILLAN, S.; BETHEL, J. E., “The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting”, *FM*, 31, 4, 2002, págs. 29-54.
- GILLAN, S. L.; STARKS, L. T., “A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence”, *Contemp. Financ. Dig.*, 2, 1998, págs. 10-34.
- “Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective”, *JAF*, 13, 2, 2003, págs. 4-22.
- “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, *JACF*, 19, 2007, págs. 55-73.
- GILSON, R. J., “From Corporate Law to Corporate Governance”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 3-27.
- GILSON, R. J.; GORDON, J. N., “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist

BIBLIOGRAFÍA

- Investors and the Revaluation of Governance Rights”, *Colum. L. Rev.*, 113, 4, 2013, págs. 863-928.
- GILSON, R. J.; KRAAKMAN, R., “Investment Companies as Guardian Shareholders: The Place of the MSIC in the Corporate Governance Debate”, *Stan. L. Rev.*, 45, 1, 1992, págs. 985-1010.
- “Market Efficiency after the Financial Crisis: It’s Still a Matter of Information Costs”, *Va. L. Rev.*, 100, 458, 2015, págs. 313-375.
- GILSON, S. C., “Bankruptcy, boards, banks, and blockholders. Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default”, *J. Fin. Econ.*, 27, 2, 1990, págs. 355-387.
- GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades*, Marcial Pons, Madrid, 1976.
- “Las Sociedades mercantiles en el Código de Comercio”, en AA.VV., *Centenario del Código de Comercio*, vol. 1, Centro de Publicaciones del Ministerio de Justicia, Madrid, 1986, págs. 167-209.
- GONDRA ROMERO, J. M., “100 Años de debate sobre el «gobierno corporativo»: La importancia del contexto”, *RdS*, 52, 2018, págs. 29-60.
- GONZÁLEZ-ECHENIQUE CASTELLANO DE UBAO, L., “Instituciones de inversión colectiva de carácter financiero”, en AA.VV., *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, F. Uría Fernández, (coord.), Wolters Kluwer, Madrid, 2007, págs. 1001-1082.
- GONZÁLEZ CASTILLA, F., “El agente de seguros y el operador de banca-seguros”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley de Mediación de Seguros y Reaseguros Privados*, V. Cuñat Edo, J. Bataller Garu, (coords.), Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2007, págs. 135-194.
- “Reflexiones sobre el reglamento de la junta general como parámetro de impugnación de los acuerdos sociales”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez, (coord.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 847-870.
- GONZÁLEZ MARTÍNEZ, C. I.; MARQUÉS SEVILLANO, J. M., “La transformación de la

BIBLIOGRAFÍA

- actividad de intermediación bancaria en Estados Unidos y Reino Unido: Evolución reciente del crédito bancario y perspectivas”, *PEE*, 146, 2015, págs. 68-77.
- GORANOVA, M.; RYAN, L. V., “Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review”, *JM*, 40, 5, 2014, págs. 1230-1268.
- GORDON, J. N., “Convergence and Persistence in Corporate Law and Governance”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 28-55.
- “Governance Failures of the Enron Board and the New Information Order of Sarbanes-Oxley”, *Conn. L. Rev.*, 35, 2002, págs. 1125-1132.
- “Institutions as relational investors: A new look at cumulative voting”, *Colum. L. Rev.*, 94, 1, 1994, págs. 124-192.
- “The Puzzling Persistence of the Constrained Prudent Man Rule”, *N.Y.U. L. Rev.*, 62, 1987, págs. 52-114.
- GOSHEN, Z., “Controlling strategic voting: property rule or liability rule?”, *S. Cal. L. Rev.*, 70, 1997, págs. 741-804.
- GOSHEN, Z.; HAMDANI, A., “Corporate Control and Idiosyncratic Vision”, *Yale L. J.*, 125, 3, 2016, págs. 560-618.
- GOSHEN, Z.; PARCHOMOVSKY, G., “The Essential Role of Securities Regulation”, *Duke L. J.*, 55, 4, 2006, págs. 711-782.
- GREENWOOD, R.; SCHOR, M., “Investor activism and takeovers”, *J. Fin. Econ.*, 92, 3, Elsevier, 2009, págs. 362-375.
- DEL GUERCIO, D.; HAWKINS, J., “The motivation and impact of pension fund activism”, *J. Fin. Econ.*, 52, 3, 1999, págs. 293-340.
- GUERRA MARTÍN, G., *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas Estadounidenses*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2003.
- GUTIÉRREZ FERNÁNDEZ, M.; FERNÁNDEZ TORRES, Y.; PALOMO ZURDO, R., “De la transformación a la bancarización de las cajas de ahorros españolas: Un análisis de los resultados perseguidos.”, *RECoop*, 122, 2016, págs. 1-24.
- HANSMANN, H., “Ownership and organizational form”, *Yale L. J.*, 110, 3, 2000, págs.

387-440.

HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R., “The End of History for Corporate Law”, en AA.VV., *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, J.N. Gordon, M.J. Roe, Cambridge University Press, Cambridge, 2001, págs. 33-68.

HANSMANN, H.; PARGENDLER, M., “The evolution of shareholder voting rights: Separation of ownership and consumption”, *Yale L. J.*, 123, 4, 2014, págs. 948-1013.

HASKOVEC, N., “Codes of Corporate Governance”, *Working Paper published by the Millstein Center for Corporate Governance and Performance*, 2012, págs. 1-34, consultado el 12 de febrero de 2017 en [https://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/Codes of Corporate Governance_Yale_053112.pdf](https://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/Codes%20of%20Corporate%20Governance_Yale_053112.pdf).

HAZEN, T. L., “The short-term/long-term dichotomy and investment theory: implications for securities market regulation and corporate law”, *N.C. L. Rev.*, 70, 1, 1991, págs. 137-207.

HELWEGE, J.; INTINTOLI, V. J.; ZHANG, A., “Voting with their feet or activism? Institutional investors’ impact on CEO turnover”, *J. Corp. Fin.*, 18, 1, 2012, págs. 22-37.

HERMOSILLA GIMENO, R., “Inversores institucionales y su papel en el gobierno corporativo”, en AA.VV., *Gobierno corporativo (Cuadernos de derecho para ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) C. Paz-Ares (coord.), La Ley, Las Rozas (Madrid), 2009.

HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., “La información societaria (I): El informe de gobierno corporativo (artículo 538 de la Ley de Sociedades de Capital)”, en AA.VV., *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, A. Martínez-Echevarría y García de Dueñas (dir.), Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2015, págs. 893-938.

— “Proxy advisor: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas”, *RdS*, 48, 2016, págs. 213-241.

HERNÁNDEZ SAINZ, E., “Las Asociaciones y los Foros de Accionistas como instrumentos para la reagrupación y organización del accionariado disperso”, en AA.VV., *La*

- modernización del Derecho de sociedades de capital en España*, C. Alonso Ledesma, A. Alonso Ureba, G. Esteban Velasco, (dirs.), vol. 1, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 363-411.
- HERNANDO CEBRIÁ, L., *Entidades de propósito (o cometido) especial y otras entidades vehiculares o puente*, Boletín Oficial del Estado, Madrid, 2017.
- HERRERO MORANT, R., “Celebración en el Reino Unido de la primera junta general de accionistas totalmente telemática”, *RdS*, 48, 2016, págs. 439-441.
- “El fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas de las sociedades cotizadas a raíz de la Propuesta de Directiva por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE”, *La Ley Mercantil*, 35, 2017, págs. 1-20.
- “Publicación en Estados Unidos de los «Principios de sentido común de gobierno corporativo»”, *RdS*, 47, 2016, págs. 415-418.
- “Sobre la futura modificación de la ley de sociedades de capital y su incidencia en la actuación de los inversores institucionales en la junta general de accionistas de las sociedades cotizadas.”, en AA.VV., *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: Reformas pendientes y andantes*, C. Alonso Ledesma, (dir.), I. Fernández Torres, M.S. Navarro Lerida, R. Palá Laguna, (coords.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, págs. 961-984.
- HERTIG, G., “Governance by Institutional Investors in a Stakeholder World”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 821-838.
- HIERRO ANIBARRO, S., “Cogestión y gobierno corporativo en europa: Un viaje de ida y vuelta”, *RdS*, 52, 2018, págs. 61-105.
- *El origen de la sociedad anónima en España*, Tecnos, Madrid, 1998.
- “Gobierno corporativo en sistemas multilaterales de negociación”, *RDBB*, 135, 2014, págs. 7-38.
- “Gobierno corporativo sin mercado de valores”, en AA.VV., *Gobierno corporativo en sociedades no cotizadas*, S. Hierro Anibarro, (coord.), Marcial Pons, Madrid, 2014, págs. 17-37.

BIBLIOGRAFÍA

- HILT, E., “Wall Street’s First Corporate Governance Crisis: The Panic of 1826”, *NBER Working Paper*, 2009, consultado el 15 de enero de 2018 en <http://www.nber.org/papers/w14892>.
- HINOJOSA MARTINEZ, L. M., “La acción de oro en Derecho comunitario: activismo judicial versus intervencionismo estatal.”, *RGDE*, 2, 2003, págs. 1-35.
- HIRSCHMAN, A. O., *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, 2nd print, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1970.
- HOPT, K. J., “Comparative corporate governance: The state of the art and international regulation”, *Am. J. Comp. L.*, 59, 1, 2011, págs. 1-73.
- “Directors’ Duties and Shareholders’ Rights in the European Union: Mandatory and/or Default Rules?”, *ECGI Working Paper Series in Law*, N°312, 2016, consultado el 2 de noviembre de 2017 en <http://ssrn.com/abstract=2749237>.
- “Inside Information and Conflicts of Interests of Banks and Other Financial Intermediaries in European Law”, en AA.VV., *European Insider Dealing: Law and Practice*, K. Hopt y E. Wymeersch (eds.), Lexis Pub, Londres, 1991, págs. 219-242.
- HOWELL, J. W., “The survival of the U.S. dual class share structure”, *J. Corp. Fin.*, 44, Elsevier B.V., 2014, págs. 440-450.
- HU, H. T. C.; BLACK, B. S., “Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms”, *BL*, 61, April, 2006, págs. 1011-1070.
- ILLESCAS ORTIZ, R., “El ejercicio electrónico de los derechos del socio en la sociedad anónima”, en AA.VV., *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, P. Aleman Laín, F.J. Alonso Espinosa, C. Alonso Ledesma, (dir.), vol. 2, Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 801-824.
- IRIBARREN BLANCO, M., “Pactos parasociales y cambios de socios. (Una visión dinámica de los pactos parasociales)”, *RdS*, 53, 2018, págs. 1-21.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H., “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *J. Fin. Econ.*, 3, 4, 1976, págs. 305-360.

BIBLIOGRAFÍA

- JIANG, Y., “Corporate Governance Across Institutional Contexts”, 2006.
- JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A., “Tunneling”, *Am. Econ. Rev.*, 90, 2, 2000, págs. 22-27.
- JOHNSTON, A., “Regulating Hedge Funds for Systemic Stability: The EU’s Approach”, *ELJ*, 21, 6, 2015, págs. 758-786.
- JOHNSTON, A.; MORROW, P., “Towards long-termism in corporate governance: the Shareholder Rights Directive and beyond”, en AA.VV., *Long-term investment and the Sustainable Company: a stakeholder perspective*, S. Vitols, vol. 3, European Trade Union Institute (ERUI), 2015, págs. 19-45.
- DE JONGH, M., “Shareholder Activism at the Dutch East India Company 1622-1625”, en AA.VV., *Origins of Shareholder Advocacy*, Jonathan G.S. Koppell, Palgrave Macmillan, Nueva York, 2011, págs. 61-87.
- JUSTE MENCÍA, J., “Derechos de minoría”, en AA.VV., *Diccionario de Derecho de sociedades*, C. Alonso Ledesma (dir.), Iustel, Madrid, 2006, págs. 518-520.
- “La solicitud de convocatoria de la junta general extraordinaria por accionistas que representen el 5% del capital social”, *RdS*, 4, 1995, págs. 31-72.
- *Los derechos de la minoría en la Sociedad Anónima*, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 1995.
- KAHAN, M.; ROCK, E. B., “Embattled CEOs”, *Tex. L. Rev.*, 88, 2010, págs. 987-1051.
- “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, *Univ. PA. L. Rev.*, 155, 5, 2007, págs. 1021-1093.
- “The Hanging Chads of Corporate Voting”, *Geo. L. J.*, 96, 4, 2008, págs. 1227-1281.
- KANDA, H., “Western versus Asian Laws on Corporate Governance: The Role of Enforcement in International Convergence”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 723-734.
- KATELOUZOU, D., “A Leximetric Approach to Comparative Corporate Governance: The Case of Hedge Fund Activism”, *JCL*, 9, 2014, págs. 43-64.
- “Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence”, *Va. L.*

BIBLIOGRAFÍA

- & *Bus. Rev.*, 7, 3, 2013, págs. 459-511.
- “The Legal Determinants of Shareholder Activism: A Theoretical and Empirical Comparative Analysis”, *King’s College London Law School Research Papers*, No. 2014-8, 2013, págs. 1-67, consultado el 2 de abril de 2017 en <http://www.ssrn.com/abstract=2357547>.
- KATZ, J. J., “Barbarians at the Ballot Box: the Use of Hedging to Acquire Low Cost Corporate Influence and Its Effect on Shareholder Apathy”, *Cardozo L. Rev.*, 28, 3, 2006, págs. 1483-1518.
- KOPPELL, J. G., “Shareholder Advocacy and the Development of the Corporation: The Timeless Dilemmas of an Age-old Solution”, en AA.VV., *Origins of Shareholder Advocacy*, J.G.S. Koppell, Palgrave Macmillan, New York, 2011, págs. 1-26.
- KOPPEL, R. H.; REILLY, M. L., “An Ounce of Prevention: Meeting the Fiduciary Duty to Monitor an Index Fund through Relationship Investing”, *J. Corp. L.*, 20, 3, 1995, págs. 413-450.
- KRUIHOF, M.; GERVEN, W., “A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID”, *Ghent University Financial Law Institute*, WP n°7, 2010, consultado el 2 de septiembre de 2018 en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1622682.
- KÜBLER, F., “Institutional Investors and Corporate Governance: A German Perspective”, en AA.VV., *Institutional Investors and Corporate Governance*, B. Theodor, R.M. Buxbaum, K.J. Hopt, Walter de Gruyter, Berlin, 1994, págs. 565-580.
- DE LA ORDEN DE LA CRUZ, M. DEL C., “Estudios y debates sobre los códigos de buen gobierno”, *RDMV*, 16, 2015, págs. 1-11.
- LABORDA IBAÑEZ, M., “Repercusión de la Directiva 2016/2341 en los fondos de pensiones de empleo”, *RDU*, 22, 2018, págs. 391-406.
- LANGFIELD, S.; PAGANO, M., “Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth”, *EP*, 31, 85, 2016, págs. 51-106.
- LANGFORD, R. T., “Stakeholder Interests - Balancing or Considering?”, *Co. Secur. Law J.*, 32, 2014, págs. 64-70.

- LANGLE Y RUBIO, E., *Derecho Mercantil español*, Ed. Bosch, Barcelona, 1950.
- LARCKER, D. F.; MCCALL, A. L.; ORMAZABAL, G., “Proxy Advisory Firms and Stock Option Repricing”, *JAE*, 56, 2013, págs. 149-169.
- LARGO GIL, R., “El deber de información general a través de la página web a partir de la publicación de la convocatoria de la junta”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, y otros, vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 647-679.
- LASHBROOKE, E. C. J., “The Divergence of Corporate Finance and Law in Corporate Governance”, *S. C. L. Rev.*, 46, 1995, págs. 449-469.
- LEACH ROS, B.; PÉREZ PUEYO, A., “La identificación del accionista en los supuestos de ejercicio del derecho de voto por medios electrónicos, ya personalmente o a través del representante (Arts. 189 y 522 LSC; y directiva 2017/828, de 17 de mayo de 2017)”, en AA.VV., *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, A. Roncero Sánchez (dir.), F. Rodríguez Artigas, A. Alonso Ureba, L. Fernández de la Gándara, L. Velasco San Pedro, J. Quijano González, y otros, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), págs. 1-36.
- LEE, R.; SCHLOETZER, J. D., “The Activism of Carl Icahn and Bill Ackman”, *Director Notes of the Conference Board*, May, 2014, págs. 1-5, consultado el 15 de septiembre de 2018 en <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/04/02/disclosing-corporate-lobbying/>.
- LEÓN SANZ, F. J., “Contratación y poscontratación en el mercado de valores: un sistema especial de transmisión de valores”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, A. Martínez Flórez; F.J. Garcimartín Alférez; A. Recalde Castells (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 37-66.
- “El gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas”, *Diario la Ley*, 8.109, 2013, págs. 1-10.
- LI, T., “Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry”, *ECGI Working Paper Series in Finance*, nº 389, 2013,

BIBLIOGRAFÍA

- págs. 1-60, consultado el 20 de noviembre de 2017 en <https://papers.ssrn.com/abstract=2287196>.
- LI, W.; RHEE, G.; WANG, S. S., “Differences in herding: Individual vs. institutional investors”, *PBFJ*, 45, 2017, págs. 174-185.
- LIPTON, M., “Bite the Apple; Poison the Apple; Paralyze the company; wreck the economy”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2013, consultado el 10 de octubre de 2014 en <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/02/26/bite-the-apple-poison-the-apple-paralyze-the-company-wreck-the-economy/>.
- LORING, J. M.; TAYLOR, C. K., “Shareholder Activism: Directorial Responses to Investors’ Attempts to Change the Corporate Governance Landscape”, *Wake Forest L. Rev.*, 41, 2006, págs. 321-340.
- LOSADA LÓPEZ, R., *Activismo e Ingeniería Financiera: Implicaciones para el Gobierno de las Empresas y sus Accionistas*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, 2007.
- LUCINI, Á., “Derecho societario europeo: a vueltas con la sentencia del caso Polbud y la Directiva que viene”, *El Notario*, 78, 2017, págs. 36-41.
- MACEY, J. R., “The Politicization of Corporate Governance”, *Va. L. & Bus. Rev.*, 1, 1, 2006, págs. 10-54.
- MAJEWKI, J., “Toward a Social History of the Corporation: Shareholding in Pennsylvania, 1800-1840”, en AA.VV., *The Economy of Early America: Historical Perspectives and New Directions*, C. Matson, Pennsylvania State University Press, University Park, 2006, págs. 294-316.
- MALDONADO MOLINA, F. J., *Las Mutualidades de Previsión Social como Entidades Aseguradoras*, Comares, Granada, 2001.
- MALLIN, C., “Institutional investors: The vote as a tool of governance”, *JMG*, 16, 2, 2012, págs. 177-196.
- MALPICA MUÑOZ, A. M., “Régimen general de las instituciones de inversión colectiva”, en AA.VV., *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, F. Uría Fernández (coord.), La Ley, Madrid, 2007, págs. 933-

1000.

MAMBRILLA RIVERA, V. M., “Caracterización jurídica de los convenios de voto entre accionistas”, *RDM*, 181-182, 1986, págs. 301-366.

— “Reseña sobre el Documento elaborado por el grupo de expertos para evaluar la actividad de los «proxy advisors» en relación con emisores españoles”, *RdS*, 39, 2012, págs. 481-483.

MANNE, H. G., “Our two corporation systems: Law and economics.”, *Va. L. Rev.*, 53, 2, 1967, págs. 259-284.

MÄNTYSAARI, P., *Comparative Corporate Governance - Shareholders as a Rule-maker*, Springer, Heidelberg, 2005.

MARDOMINGO COZAS, J., “Las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero”, en AA.VV., *Derecho bancario y bursátil*, F. Zunzunegui Pastor (coord.), 2a. Ed., Colex, Madrid, 2012, págs. 319-356.

MARÍN CASTÁN, F., *Sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2007.

MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTIN, F., “Los eventos corporativos”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, A. Martínez Flórez, F.J. Garcimartín Alférez, A. Recalde Castells, (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 843-862.

MARTÍN BARDERAS, O., “Nueva normativa europea de titulización”, *AJUM*, 47, 2017, págs. 160-163.

MARTIN, R.; CASSON, P. D.; NISAR, T. M., *Investor Engagement. Investors and Management Practice under Shareholder Value*, Oxford University Press, New York, 2007.

MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., “La defensa del interés social y la titularidad del patrimonio social como elementos determinantes del gobierno corporativo”, en AA.VV., *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, A. Martínez-Echevarría y García de Dueñas (dir.), Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2015, págs. 89-127.

- “Las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC): su régimen y la ampliación de su operativa más allá del mercado del capital-riesgo”, *RECC*, 2, 2015, págs. 45-61.
- MARTÍNEZ CAÑELLAS, A., “La nueva regulación de las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado”, *RdS*, 44, 2015, págs. 401-414.
- MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, V., “Acceso a la actividad aseguradora y reaseguradora”, en AA.VV., *Comentarios al Rossear: Un análisis del Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras*, L.A. Fernández Manzano, J. Ruiz Echauri, (coords.), Hogan Lovells, Madrid, 2016, págs. 8-20.
- MARTÍNEZ FLOREZ, A., “Artículo 97. Igualdad de trato”, en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Á.J. Rojo Fernández-Río, E. Beltrán Sánchez, (coord.), vol. 1, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 820-844.
- MARTÍNEZ GARRIDO, S., “El Consejo de Administración - Consideraciones Generales”, en AA.VV., *Gobierno corporativo (Cuadernos de derecho para ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) C. Paz-Ares (coord.), La Ley, Las Rozas (Madrid), 2009.
- MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M. T., “El nuevo régimen de impugnación de los acuerdos de las Juntas Generales en las Sociedades de Capital: las causas de invalidez y los motivos de inimpugnabilidad”, *RDBB*, 137, 2015, págs. 63-114.
- “El reglamento de la junta general y la información de los accionistas en las sociedades cotizadas: la insuficiencia del enfoque autorregulador”, en AA.VV., *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, P. Aleman Laín, F.J. Alonso Espinosa, C. Alonso Ledesma, (dir.), vol. 2, Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 917-954.
- “La Directiva sobre el derecho de los accionistas en la Junta general de las sociedades cotizadas, y su impacto sobre el Derecho español”, *RdS*, 29, 2007, págs. 39-89.
- “La restricción en los motivos de impugnación de los acuerdos sociales y su control

- en el proceso (art. 204.3 LSC). En particular, la impugnación por información insuficiente o errónea”, *RDBB*, 147, 2017, págs. 15-28.
- “Los supuestos de exoneración del deber de información a los accionistas por los administradores (Art 197.3 LSC)”, *RdS*, 45, 2015, págs. 177-212.
- MARTÍNEZ ROSADO, J., “El derecho a presentar propuestas de acuerdos en la junta general convocada”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez, (coord.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 609-629.
- “La propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo (Presentada por la Comisión el 5 de enero de 2006)”, nº 16, 2008, págs. 1-19.
- MATEESCU, R.-A., “Institutional Investors and Corporate Governance”, *SEA*, III, 1 (7), 2015, págs. 369-374.
- MATEU DE ROS CEREZO, R., *El Código Unificado de Gobierno Corporativo. Estudio del Informe del Grupo especial de trabajo de las sociedades cotizadas aprobado por la CNMV el 22 de mayo de 2006*, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2007.
- “Gobierno corporativo de las sociedades cotizadas: entre la libertad y la regulación”, *RDM*, 303, 2017, págs. 3-46.
- “Introducción: Accionistas Institucionales y Principios de Buen Gobierno Corporativo”, en AA.VV., *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas (Cuadernos de Derecho para Ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) R. Mateu de Ros (coord.), vol. 9, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2011, págs. 5-19.
- “Principio de igualdad de trato de los accionistas conforme a la Ley 3/2009: Accionistas significativos, derechos políticos y representación proporcional”, *RDMV*, 5, 2009, págs. 1-32.
- MATEU DE ROS CEREZO, R.; GUERRA, I., “Las instituciones de inversión colectiva de inversión libre”, en AA.VV., *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, F. Uría Fernández, (coord.), Wolters Kluwer,

BIBLIOGRAFÍA

- Madrid, 2007, págs. 1269-1358.
- MATHESON, J. H.; OLSON, B. A., “Corporate Law and the Longterm Shareholder Model of Corporate Governance”, *Minn. L. Rev.*, 76, 6, 1992, págs. 1313-1392.
- MAYER, C., “Firm Control”, *Inagural lectures of Said Business School, University of Oxford*, 1999, págs. 1-32.
- MCCAHERY, J. A.; DE ROODE, F. A., “Corporate Litigation in Specialized Business Courts”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 959-980.
- MCGILL, D. M.; BROWN, K. N.; HALEY, H. J.; SCHIEBER, S. J., *Fundamentals of private pensions*, 9ª Ed., Oxford University Press, Oxford and New York, 2010.
- MCNULTY, T.; NORDBERG, D., “Ownership, Activism and Engagement: Institutional Investors as Active Owners”, *CGIR*, 24, 3, 2016, págs. 346-358.
- MCRITCHIE, J., “Universal elements and democratic governance”, *Corp. B.*, 20, 116, 1999, págs. 13-18.
- MEDIALDEA GARCÍA, B.; ÁLVAREZ PERALTA, I., *Liberalización financiera internacional, inversores institucionales y gobierno corporativo de la empresa*, Instituto Complutense de Estudios Internacionales, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 2008.
- MEDRANO MARTÍNEZ, E., “La unidad del derecho de seguros privados: la aplicación de la legislación de seguros”, *ICADE*, 71, 2007, págs. 153-172.
- MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., “El absentismo de los accionistas y el desequilibrio de poder en la Sociedad Anónima”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en Homenaje al Profesor Federico de Castro*, vol. II, Tecnos, Madrid, 1976, págs. 273-292.
- “El voto divergente en las sociedades de capital”, en AA.VV., *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, P. Aleman Laín, F.J. Alonso Espinosa, C. Alonso Ledesma, (dir.), vol. 2, Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 955-968.
- MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.; BELTRÁN SÁNCHEZ, E., “Las acciones sin voto (arts. 90 a

BIBLIOGRAFÍA

- 92)", en AA.VV., *Comentario al Regimen Legal de las Sociedades Mercantiles*, R. Uría González, A. Menéndez Menéndez, M. Olivencia Ruiz, vol. 1, Tomo 4, Civitas, Madrid, 1994, págs. 391-452.
- MINSKY, H. P., "La Reforma de la Banca en 1995: La Derogación de la Ley Glass Steagall, Asuntos Básicos", *REI*, 14, 26, 2012, págs. 269-283.
- MITCHELL, L. E., "A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes", *Tex. L. Rev.*, 70, 3, 1992, págs. 579-643.
- "The Trouble with Boards", en AA.VV., *Perspectives on corporate governance*, F.S. Kieff, T.A. Paredes, (coord.), Cambridge University Press, Nueva York, 2010, págs. 17-61.
- MONTALENTI, P., "Sociedades cotizadas, mercados financieros y relaciones con los inversores", *RdS*, 44, 2015, págs. 15-36.
- MORENO GONZÁLEZ, G., "El cierre de la constitución económica española: de la apertura de posibilidades al monismo de obligaciones", *Ivs Fvgit*, 20, 2017, págs. 117-156.
- MORENO UTRILLA, D., *Los sindicatos de bloqueo en las sociedades anónimas*, Tesis defendida en la Universidad de Sevilla - Dept. Derecho Mercantil, 2012.
- MORT, C.; WALLACE, A.; FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER LLP, "Virtual General Meetings", *PLC Magazine*, 2017, págs. 1-32.
- MUCHA, A., "Piercing the corporate veil doctrine under English company law after Prest v Petrodel decision", *Instytut Allerhand WP series*, 19, 2017, págs. 1-21, consultado en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2962934.
- MUKWIRI, J.; SIEMS, M. M., "The Financial Crisis: A Reason to Improve Shareholder Protection in the EU?", *J.L. & Soc.*, 41, 1, 2014, págs. 51-72.
- MUÑOZ PÉREZ, A. F., "La Unión Europea del Mercado de Capitales: hacia un modelo de financiación basada en el mercado", *La Ley Mercantil*, 14, 2015, págs. 1-19.
- NAVARRO GARCÍA, A., "Enmiendas del Parlamento Europeo sobre la Propuesta de Directiva por la que se modifican las Directivas relativas al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y a la declaración sobre gobernanza empresarial", *RdS*, 45, 2015, págs. 607-610.

BIBLIOGRAFÍA

- NAVARRO LÉRIDA, M. S., “Sobre la competencia de la junta, los activos esenciales y el derecho de grupos”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez, (coord.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 297-321.
- NELSON, J. M., “The «CalPERS effect» revisited again”, *J. Corp. Fin.*, 12, 2, 2006, págs. 187-213.
- OLAVARRÍA IGLESIA, J., “Las entidades aseguradoras”, en AA.VV., *Derecho de los seguros privados*, J. Bataller Grau, N. Latorre Chiner, J. Olavarría Iglesia, (coords.), Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 41-52.
- OLIVENCIA RUIZ, M., “El gobierno corporativo como instrumento al servicio del accionista minoritario”, en AA.VV., *Accionistas minoritarios - Cuadernos de Derecho para Ingenieros 10*, J. Cremades García (coord.), La Ley, Madrid, 2011, págs. 49-62.
- OLSON, B. A., “Role of shareholders in management of publicly traded corporation - Shareholder activism of institutional investors and hedge funds”, en AA.VV., *Publicly Traded Corporations Handbook*, 2nd Ed., Clark Boardman Callaghan, St. Paul, MN, 2017, págs. 1-9.
- OSSORIO Y GALLARDO, A., *La crisis de la Democracia en el Derecho Mercantil*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 1917.
- PACCES, A. M., “Exit, Voice and Loyalty from the Perspective of Hedge Funds Activism in Corporate Governance”, *ECGI Working Paper Series in Law*, nº 320, 2016, págs. 1-45, consultado el 20 de abril de 2018 en <https://papers.ssrn.com/abstract=2805982>.
- PALÁ LAGUNA, R., “Comentario a la disposición final vigésima tercera”, en AA.VV., *Comentario a la Ley Concursal*, J. Pulgar Ezquerro, (dir.), Wolters Kluwer - La Ley, Madrid, 2016, págs. 2726-2740.
- “La comisión de nombramientos y retribuciones. La política de remuneración y el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros (arts. 529 novodecies, 529 quidecies y 541 LSC)”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San

- Pedro, y otros, vol. II, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 797-839.
- “La extensión del deber de comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas a los casos de disociación entre el derecho de voto y la titularidad de la acción y el ejercicio abusivo del empty voting”, *RdS*, 43, 2014, págs. 227-253.
- “La gestión discrecional de autocartera: la intervención de intermediarios financieros y los Criterios de la CNMV de 18 de julio de 2013”, en AA.VV., *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, A. Roncero Sánchez (dir.), F. Rodríguez Artigas, A. Alonso Ureba, L. Fernández de la Gándara, L. Velasco San Pedro, J. Quijano González, y otros, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), págs. 1-37.
- *Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones*, McGraw-Hill, Aravaca (Madrid), 1997.
- “Los contratos de servicios de inversión realizados por las entidades de crédito”, en AA.VV., *La contratación bancaria*, A. Sequeira; E. Gadea y F. Sacristán (dir), Dykinson, Madrid, 2007, págs. 1286-1319.
- *Los Hedge Funds y sus Sociedades Gestoras*, La Ley, Madrid, 2013.
- “Los intermediarios principales en la «banca paralela»: el control de su actividad respecto a los”, en AA.VV., *Shadow banking y financiación empresarial alternativa*, R. Marimón Durá (dir.), Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 27-49.
- *Proyecto docente e investigador*, Zaragoza, 2018.
- “Securities Exchange Commission”, en AA.VV., *Organismos reguladores (Cuadernos de derecho para ingenieros)*, C. Alonso Ledesma, (coord.), La Ley, Madrid, 2009, págs. 297-312.
- “Shadow Banking”, en AA.VV., *La reforma bancaria en la Unión Europea y España. El modelo surgido de la crisis*, I. Fernández Torres, J.C. Tejedor Bielsa, (coords.), Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 378-426.
- “Soft Law, Moral Suasion y Autorregulación: ¿Tibieza del Legislador o Prudencia en la Elaboración de las Normas Jurídicas?”, *NUL*, 1, 2010, págs. 1-22.

BIBLIOGRAFÍA

- PALÁ LAGUNA, R.; CUERVO ARANGO, C., “Alternativas a la financiación bancaria en el nuevo régimen de fomento de la financiación empresarial: el acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores. Las plataformas de financiación participativa”, en AA.VV., *Anuario Capital Riesgo de 2014*, Madrid, 2015, págs. 83-113.
- PARGENDLER, M., “State ownership and corporate governance”, *Fordham L. Rev.*, 80, 2011, págs. 2917-2973.
- PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., *¿Dividendos a cambio de votos? (contribución al estudio de la conversión de acciones con voto en acciones sin voto)*, McGraw-Hill, Madrid, 1996.
- “Anatomía del deber de lealtad”, *AJUM*, 35, 2015, págs. 43-65.
- “Ánimo de lucro y concepto de sociedad (breves consideraciones a propósito del artículo 2.2 LAIE)”, en AA.VV., *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea: estudios en homenaje a José Girón Tena*, Civitas, Madrid, 1991, págs. 731-756.
- “Comentario del artículo 1665 - De la sociedad”, en AA.VV., *Comentario del Código Civil*, C. Paz-Ares, R. Bercovitz, L. Díez-Picazo, P. Salvador, (dirs.), vol. IV, Ministerio de Justicia - Thomson Reuters Aranzadi, Madrid, 2015.
- “Comentario del artículo 1669”, en AA.VV., *Comentario del Código Civil*, C. Paz-Ares, R. Bercovitz, L. Díez-Picazo, P. Salvador, (dirs.), vol. IV, Ministerio de Justicia - Thomson Reuters Aranzadi, Madrid, 2015.
- “El enforcement de los pactos parasociales”, *AJUM*, 5, 2003, págs. 19-43.
- “Gobierno corporativo: presentación”, en AA.VV., *Gobierno corporativo (Cuadernos de derecho para ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dir.) C. Paz-Ares (coord.), La Ley, Las Rozas (Madrid), 2009, págs. 13-16.
- “La anomalía de la retribución externa de los administradores: hechos nuevos y reglas viejas”, *RDM*, 290, 2013, págs. 85-140.
- “La denuncia «Ad Nutum» de los contratos de duración indeterminada: entre el derecho dispositivo y el derecho imperativo. (Reflexiones a propósito de «Joint Ventures» y pactos parasociales)”, en AA.VV., *Liber amicorum Juan Luis Iglesias*,

BIBLIOGRAFÍA

- J. García de Enterría Lorenzo Velázquez (coord.), Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2014, págs. 839-867.
- “La desincorporación de los títulos-valor”, *RDM*, 219, 1996, págs. 7-34.
- “Reflexiones sobre la distribución de poderes en la moderna sociedad anónima”, *RDM*, 146, 1977, págs. 563-599.
- DE PAZ ARIAS, J. M., “Los inversores institucionales como medio de resolución del conflicto de intereses entre administradores y accionistas en la sociedad abierta”, *RDBB*, 60, 1995, págs. 857-919.
- PEÑAS MOYANO, B., “La votación separada por asuntos: algunas cuestiones en relación al artículo 197 bis del TRLSC”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez, (coord.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 653-684.
- “El voto divergente de la entidad accionista legitimada en la sociedad cotizada”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez, (coord.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 825-846.
- PERDICES HUETOS, A. B., *El libro registro de socios. La legitimación del socio en las sociedades de capital*, Civitas, Madrid, 2000.
- “Estructura del accionariado e intervención de intermediarios financieros: ejercicio del voto y otorgamiento de delegaciones de voto por parte de entidades intermediarias titulares de los registros contables”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, y otros, vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 803-815.
- “Funciones de los registros de accionistas como instrumentos de legitimación y autenticación en las relaciones emisor-inversor.”, en AA.VV., *Transparencia Accionarial y Buen Gobierno Corporativo*, A. Alonso Ureba; F. Garcimartín Alférez; A. Perdices Huetos e I. Gómez-Sancha Trueba, Centro de Gobierno

BIBLIOGRAFÍA

- Corporativo, 2010, págs. 25-55.
- “Las agencias de calificación crediticia y los proxy advisors”, en AA.VV., *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas (Cuadernos de Derecho para Ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) R. Mateu de Ros (coord.), vol. 9, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2011, págs. 143-160.
- “Los asesores de voto. Evidencias y mitos desde la polémica de los proxy advisors”, en AA.VV., *Investigaciones y Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo*, vol. IV, Madrid, 2013, págs. 1-52.
- “Los asesores de voto”, en AA.VV., *Estudios de derecho mercantil. Liber amicorum profesor Dr. Francisco Vicent Chuliá*, J. Massaguer Fuentes, V. Cuñat Edo, M. V. Petit Lavall, E. Gallego Sánchez, F.J. Alonso Espinosa, (coord.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2013, págs. 569-580.
- PERDICES HUETOS, A. B.; RIAÑO LÓPEZ, D., “El gobierno corporativo en España”, en AA.VV., *Ética empresarial y códigos de conducta*, J. L. Goñi Sein (dir.), La Ley, Madrid, 2011, págs. 31-58.
- PÉREZ MORIONES, A., “El voto en el derecho societario español”, *RGD*, 622-623, 1996, págs. 8495-8542.
- “Gobierno corporativo y junta general: del Código Olivencia al Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas”, *RDBB*, 147, 2017, págs. 199-226.
- *Los sindicatos de voto para la junta general de la sociedad anónima*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1996.
- PÉREZ PUEYO, A., “¿Ética o legalidad en el gobierno de las grandes empresas?”, *Diario la Ley*, 5.898, 2003, págs. 1852-1861.
- PÉREZ TROYA, A., “El estatuto jurídico de los miembros de la entidad de contrapartida central”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, A. Martínez Flórez; F.J. Garcimartín Alférez; A. Recalde Castells (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 347-405.
- PETIT CALVO, C., “Democracia y Derecho mercantil: Texto y contextos de Joaquín Garrigues, Nuevos hechos, nuevo Derecho de Sociedades Anónimas (1933)”, *RDM*, 307, 2018, págs. 187-208.

BIBLIOGRAFÍA

- PIESCHACÓN VELASCO, C., *La Ley de Planes y Fondos de Pensiones; 20 Años después*, Fundación Inverco, Madrid, 2008.
- PINTO, A. R., “An Overview of United States Corporate Governance in Publicly Traded Corporations”, *Am. J. Comp. L.*, 58, 2010, págs. 257-284.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A., “Corporate Ownership around the World Corporate Ownership Around the World”, *J. Fin.*, 54, 2, 1999, págs. 471-517.
- “The Economic Consequences of Legal Origins”, *J. Econ. Lit.*, 46, 2, 2008, págs. 285-332.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W., “Legal Determinants of External Finance”, *J. Fin.*, 52, 3, 1997, págs. 1131-1150.
- PORTELLANO DÍEZ, P., “La nueva composición de la comisión de auditoría y los conocimientos técnicos de sus miembros”, *RDMV*, 20, 2017, págs. 34-60.
- PORTER, M. E., “Capital choices: Changing the way America invests in industry”, *JACF*, 5, 2, 1992, págs. 4-16.
- POZEN, R. C., “Institutional investors: The reluctant activists”, *Harv. Bus. Rev.*, 72, 1, 1994, págs. 140-149.
- “The role of institutional Investors in Curbing Corporate Short-Termism”, *Financ. Anal. J.*, 71, 5, 2015, págs. 10-12.
- PREITE, D., “Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni”, *Riv. Soc.*, 1993, págs. 476-553.
- PRUNTY, B. S. J., “The Shareholders’ Derivative Suit: Notes on Its Derivation”, *N.Y.U. L. Rev.*, 32, 1957, págs. 980-995.
- PULGAR EZQUERRA, J., “Impugnación de acuerdos sociales: en particular abusos de mayoría”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, y otros, vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 303-331.
- QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La inversión institucional y su incidencia en la estructura accionarial de las grandes corporaciones”, en AA.VV., *Accionistas institucionales*,

BIBLIOGRAFÍA

- inversores y agencias externas (Cuadernos de Derecho para Ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) R. Mateu de Ros (coord.), vol. 9, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2011, págs. 25-45.
- QUIJANO GONZÁLEZ, J.; WEIGMANN, R.; ABRIANO, N.; GOMEZA VILLA, J. I., “Problemas actuales del Derecho de sociedades: ¿el nuevo Derecho europeo de sociedades contribuye a incentivar la participación de los accionistas?”, en AA.VV., *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas. El proceso de adaptación de la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas en España e Italia.*, N. Abriani y J.M. Embid (dirs.), A. Emparanza Sobejano y J. Boquera Matarredona (coords.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2011, págs. 317-374.
- RAMIREZ, J., *Handbook of Basel III Capital*, Wiley, Chichester (United Kingdom), 2017.
- RAPPAPORT, A., *Creating shareholder value: the new standard for business performance*, The Free Press, Nueva York, 1986.
- RECALDE CASTELLS, A., “Consideraciones de política-jurídica sobre el ejercicio de los derechos de voto, asistencia y representación “a distancia” (incluido el voto electrónico) en las sociedades anónimas españolas”, *RDNT*, 19, 2009, págs. 19-31.
- “Derecho del accionista a completar el orden del día (art. 519.1 y 2 LSC)”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, y otros, vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 743-765.
- “Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de la poscontratación”, en AA.VV., *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, A. Martínez Flórez, F.J. Garcimartín Alférez, A. Recalde Castells, (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 741-786.
- “Reflexiones en relación con la directiva sobre los derechos del socio en las sociedades cotizadas y su incorporación al derecho español”, en AA.VV., *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas. El proceso de adaptación de la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados*

- derechos de los accionistas de sociedades cotizadas en España e Italia.*, N. Abriani y J.M. Embid (dirs.), A. Empananza Sobejano y J. Boquera Matarredona (coords.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2011, págs. 39-74.
- RINGE, W.-G., “Hedge Funds and Risk-Decoupling: The Empty Voting Problem in the European Union”, *Seattle U. L. Rev.*, 36, 2012, págs. 1027-1115.
- “Shareholder Activism: A Renaissance”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 387-424.
- RIPERT, G., *Aspectos Jurídicos del Capitalismo Moderno*, Quero Molaes, J. (traductor), Ediciones Jurídicas Europa-América, Bosch y Cía., Buenos Aires, 1950.
- RIPLEY, W. Z., *Main street and Wall street*, Little, Brown, and Company, Boston, 1927.
- RIVO LÓPEZ, E.; GONZÁLEZ VÁZQUEZ, B.; RODRÍGUEZ LÓPEZ, N., “Family office: instrumento de gestión del patrimonio familiar”, *REF*, 1, 2, 2011, págs. 43-57.
- ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 363-386.
- “The logic and (uncertain) significance of institutional shareholder activism”, *Geo. L. J.*, 79, 3, 1991, págs. 445-506.
- RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Ejercicio a distancia de los Derechos de Socio y de Minoría en el marco de la crisis de la Junta General”, en AA.VV., *La modernización del Derecho de sociedades de capital en España*, C. Alonso Ledesma, A. Alonso Ureba, G. Esteban Velasco, (dirs.), vol. 1, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 227-260.
- “El Reglamento de la Junta General y los derechos del accionista: planteamiento general”, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, págs. 289-328.
- “Entidades del mercado de inversión colectiva. Instituciones de inversión colectiva. Sociedades y Fondos de inversión”, en AA.VV., *Instituciones del mercado*

BIBLIOGRAFÍA

- financiero*, J. Martínez-Simancas Sánchez, A. Alonso Ureba, (coords.), vol. 6, Sopec, Madrid, 1999, págs. 3487-3590.
- “Instituciones de Inversión Colectiva (Sociedades y Fondos de inversión)”, en AA.VV., *Derecho del mercado financiero - Entidades del mercado financiero: caracterización y régimen*, J. Martínez-Simancas Sánchez, A. Alonso Ureba, (coord.), vol. 1 t.1, Civitas, Cizur Menor (Navarra), 1994, págs. 259-344.
- “Junta general y derechos del socio en las recomendaciones del Código unificado a las Sociedades Cotizadas”, en AA.VV., *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, P. Aleman Laín, F.J. Alonso Espinosa, C. Alonso Ledesma, (dir.), vol. 2, Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 1089-1120.
- “La Junta General en la encrucijada”, en AA.VV., *La Junta General de las Sociedades de Capital*, F. Rodríguez Artigas, I. Farrando Miguel, F. González Castilla, R. Tena Arregui, (coords.), Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, págs. 19-37.
- “Los llamados puntos del orden del día «de carácter meramente informativo» en la información general previa a la junta [art. 518.d) LSC]”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, y otros, vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 679-703.
- ROE, M. J., “Chaos and evolution in Law and economics”, *Harv. L. Rev.*, 109, 1996, págs. 641-668.
- “Corporate Short-Termism: In the Boardroom and in the Courtroom”, en AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J.N. Gordon and W.G. Ringe (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2018, págs. 425-448.
- “Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control”, *Stan. L. Rev.*, 53, 3, 2000, págs. 539-606, consultado en <http://ssrn.com/abstract=165143>.
- “Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States”, *Yale L. J.*, 102, 8, 1993, págs. 1927-2003.

BIBLIOGRAFÍA

- *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton, 1994.
- ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R., “Las páginas webs como instrumento de publicidad e información de las sociedades de capital”, *RDM*, 295, 2015, págs. 253-328.
- ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á. J., “La sociedad anónima como problema”, *RDMV*, 187-188, 1988, págs. 7-34.
- “La sociedad de responsabilidad limitada: problemas de política y de técnica legislativa”, *RGD*, 603, 1994, págs. 12877-12909.
- ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á. J.; GARRIDO GARCÍA, J. M., “Institutional investors and corporate governance: solution or problem?”, en AA.VV., *Capital Markets and Company Law*, Hopt and Wymeersch (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2003, págs. 427-447.
- ROMÁ BOHORQUES, P., “Artículo 52. Tributación de las Instituciones de Inversión Colectiva”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley del impuesto sobre sociedades y su normativa reglamentaria*, J.A. Sánchez Pedroche, (dir.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2017, págs. 1135-1153.
- “Artículo 53. Tributación de los socios o partícipes de las Instituciones de Inversión Colectiva”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley del impuesto sobre sociedades y su normativa reglamentaria*, J.A. Sánchez Pedroche, (dir.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2017, págs. 1155-1168.
- ROMANO, R., “Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation A Market Approach to Securities Regulation”, *Yale L. J.*, 107, 1998, págs. 2359-2430.
- *Foundations of corporate law*, 2nd ed., Thomson Reuters, New York, 2010.
- “Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered”, *Colum. L. Rev.*, 93, 4, 1993, págs. 795-853.
- *The Advantage of Competitive Federalism for Securities Regulation*, American Enterprise Institute, Washington, DC, 2002.
- ROMERO MORENO, R., “Evolución del Ibex-35”, *eXtoikos*, 8, 2012, págs. 107-108.
- RONCERO SÁNCHEZ, A., “Asistencia y representación en las Juntas Generales”, en

- AA.VV., *La Junta General de las Sociedades de Capital*, F. Rodríguez Artigas, I. Farrando Miguel, F. González Castilla, R. Tena Arregui, (coords.), Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, págs. 37-59.
- “La actuación de las entidades depositarias de acciones en relación con el funcionamiento y transparencia de los mecanismos de representación del accionista en las juntas generales de accionistas. La identificación de los accionistas y la protección de sus”, en AA.VV., *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas (Cuadernos de Derecho para Ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) R. Mateu de Ros (coord.), vol. 9, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2011, págs. 105-142.
- “La captación del voto a través de la solicitud pública de representación: transparencia, igualdad de oportunidades y conflictos de interés”, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. I, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, págs. 399-462.
- “Los inversores institucionales y el denominado «gobierno corporativo»”, en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, G. Esteban Velasco (coord.), Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 665-705.
- “Problemas y propuestas de revisión del régimen de la solicitud pública de representación en Sociedades Cotizadas”, en AA.VV., *La modernización del Derecho de sociedades de capital en España*, C. Alonso Ledesma, A. Alonso Ureba, G. Esteban Velasco, (dirs.), vol. 1, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 293-324.
- RONCERO SÁNCHEZ, A.; VALMAÑA OCHAÍTA, M., “El alcance de la imposición por la LIIC a las instituciones de inversión colectiva del deber de asistencia y voto en las juntas generales”, *RdS*, 25, 2005, págs. 283-296.
- ROSE, P.; SHARFMAN, B., “Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance”, *BYU L. Rev.*, 5, 2014, págs. 1015-1051.
- ROSS, S. A., “The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem”, *Am. Econ. Rev.*, 63, 2, 1973, págs. 134-139.

- RUBACH, M. J., *Institutional Shareholder Activism: the changing face of corporate ownership*, Taylor & Francis Group, New York, 1999.
- RUBIO GARCÍA-MINA, J., “Sobre el concepto de derecho mercantil”, *RDM*, 12, 1947, págs. 317-380.
- RUBIO VICENTE, P. J., “Una aproximación al abuso de minoría en la sociedad anónima”, *RdS*, 21, 2003, págs. 81-108.
- RUGGIERO, E., “Italy”, en AA.VV., *The Legal Basis of Corporate Governance in Publicly Held Corporations. A Comparative Approach*, A.R. Pinto, G. Visentini, (eds.), Kluwer Law International, The Hague - London - Boston, 1998, págs. 79-110.
- SÁEZ LACAVE, M. I., “¿Por qué prohibir las restricciones del derecho de voto?”, *InDret*, 2, 2010, págs. 1-31.
- “Blindajes, Control Minoritario y la Regla una Acción-un Voto”, *InDret*, 1, 2011, págs. 1-48.
- “Las bases económicas del derecho de la junta de socios”, *InDret*, 2, 2008, págs. 1-64.
- “Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas”, *InDret*, 2016, págs. 1-59.
- SÁEZ LACAVE, M. I.; GUTIÉRREZ URTIAGA, M., “Dividend Policy with Controlling Shareholders”, *ECGI Working Paper Series in Law*, nº 250, 2014, págs. 1-33, consultado el 14 de mayo de 2017 en <http://ssrn.com/abstract=2412588>.
- “Los retos del gobierno corporativo de las sociedades controladas”, *PEE*, 151, 2017, págs. 33-46.
- SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L., “La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas”, *RDBB*, 97, 2005, págs. 97-136.
- SALMERON, C., “Futuro sobre el IBEX 35: 25 años de historia”, *BME-Estudios y Publicaciones*, 2017.
- SAN SEBASTIÁN FLECHOSO, F. G., *El gobierno de las sociedades cotizadas y su control*, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1996.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Creación de valor, interés social y responsabilidad

BIBLIOGRAFÍA

- social corporativa”, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. II, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, págs. 851-913.
- “El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada”, *RDM*, 246, 2002, págs. 1653-1725.
- “La propuesta de generalización del voto divergente”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil (UCM)*, nº 86, 2013, págs. 1-28, consultado el 25 de marzo de 2017 en <https://eprints.ucm.es/25829/>.
- “Los consejeros independientes y la reorganización del Consejo de Administración”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil (UCM)*, nº 21, 2008, págs. 1-65.
- “Notas sobre la nueva fase del gobierno corporativo español”, en AA.VV., *Estudios sobre Derecho de Sociedades – Liber Amicorum Profesor Luis Fernández de la Gándara*, F. Rodríguez Artigas, G. Esteban Velasco, M. Sánchez Álvarez, (coord.), Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 157-178.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.; FERNÁNDEZ TORRES, I.; CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L.; FUENTES NAHARRO, M.; GOMÁ LANZÓN, I.; MEGÍAS LÓPEZ, J.; Y OTROS, “El Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas elaborado por la Comisión de Expertos en Materia de Gobierno Corporativo”, *RDBB*, 133, 2014, págs. 179-232.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.; FERNÁNDEZ TORRES, I.; FUENTES NAHARRO, M., “La junta general en las sociedades cotizadas: Algunas referencias empíricas sobre sus aspectos principales”, *RDBB*, 104, 2006, págs. 171-224.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.; TAPIA HERMIDA, A. J., “Fondos de inversión alternativo (Hedge funds) crisis y regulación. Verdades y mentiras.”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil (UCM)*, 72, 2013, págs. 1-61, consultado el 30 de mayo de 2018 en <https://eprints.ucm.es/19908/>.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “A proposito de un caso de transformación temporal de acciones ordinarias en preferentes sin voto, con opción de recuperarlo”, *RCDI*, 613, 613,

- 1992, págs. 2495-2522.
- “Artículo 48”, en AA.VV., *Comentario al Regimen Legal de las Sociedades Mercantiles*, R. Uría González, A. Menéndez Menéndez, M. Olivencia Ruiz, vol. 1, Tomo 4, Civitas, Madrid, 1994, págs. 97-246.
- “Artículo 49”, en AA.VV., *Comentario al Regimen Legal de las Sociedades Mercantiles*, R. Uría González, A. Menéndez Menéndez, M. Olivencia Ruiz, vol. 1, Tomo 4, Civitas, Madrid, 1994, págs. 247-286.
- “El inversor: aproximación a la figura”, en AA.VV., *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, J.C. Sainz de Albizu, F. Oleo Banet, A. Martínez Flórez, (eds.), Thomson Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2008, págs. 527-533.
- “En torno al concepto, evolución y fuentes del derecho bursátil en el sistema jurídico español”, *RDM*, 155, 1980, págs. 7-70.
- “La protección del inversor en el mercado de capitales”, en AA.VV., *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, J.C. Sainz de Albizu, F. Oleo Banet, A. Martínez Flórez, (eds.), Thomson Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2008, págs. 535-551.
- “Las cláusulas de «blindaje societario», con especial referencia a las sociedades cotizadas”, *AAMN*, 33, 1994, págs. 29-53.
- “Las llamadas stock options y las fórmulas mágicas de la ciencia jurídica”, *RJUAM*, 2, 2000, págs. 21-79.
- *Sociedad anónima modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, McGraw-Hill, Madrid, 1999.
- SÁNCHEZ CALERO, F., “El Declinar de la Junta y el Buen Gobierno Corporativo”, *RDBB*, 104, 2006, págs. 9-35.
- *La Junta General en las sociedades de capital*, Civitas, Madrid, 2007.
- *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001.
- “Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho español”, *RDBB*, 44, 1991, págs. 909-938.

BIBLIOGRAFÍA

- “Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho español”, en AA.VV., *Estudios de Derecho bancario y bursatil: Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, A. Polo Díez (coord.), vol. III, La Ley, Las Rozas (Madrid), 1994, págs. 2361-2385.
 - “Observaciones preliminares al proyecto de ley de modificación del régimen de las sociedades cotizadas y de las anónimas en general, tras el Informe Aldama”, *RdS*, 20, 2003, págs. 27-50.
 - *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2009.
 - “Presente y futuro de la Junta General: propuestas de reforma”, en AA.VV., *La Junta General de las Sociedades de Capital*, F. Ródriguez Artigas, I. Farrando Miguel, F. González Castilla, R. Tena Arregui, (coords.), Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, págs. 121-137.
- SÁNCHEZ RUIZ, M., “Voto y conflicto de intereses del accionista”, *RLM*, 4, 2017, págs. 121-128.
- SANTILLÁN, I.; MARTÍNEZ-PARDO, R., “La regulación en los mercados de valores y su especificidad”, en AA.VV., *La regulación financiera ¿solución o problema?*, J. Pérez Fernández (dir), Fundación de Estudios Financieros, Madrid, 2015, págs. 125-135.
- SANTOS MARTÍNEZ, V., “Derecho económico y Derecho mercantil”, *AAD*, 2, 1978, págs. 37-70.
- *El contrato bancario: concepto funcional*, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales - Universidad de Bilbao, Bilbao, 1972.
- SAPRA, H.; SUBRAMANIAN, A.; SUBRAMANIAN, K. V., “Corporate Governance and Innovation: Theory and Evidence”, *J. Fin. Quant. Anal.*, 49, 4, 2014, págs. 957-1003.
- SCHOUTEN, M. C., “The mechanisms of voting efficiency”, *Colum. Bus. L. Rev.*, 3, 2010, págs. 763-834.
- SCHWAB, S. J.; THOMAS, R. S., “Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions”, *Mich. L. Rev.*, 96, 4, 1998, págs. 1018–1094.

BIBLIOGRAFÍA

- SHADE, J., *Business associations in a nutshell*, 3rd, West, St. Paul, MN, 2010.
- SHEN, C.; LEE, C., “Same Financial Development Yet Different Economic Growth: Why?”, *JMCB*, 38, 7, 2006, págs. 1907-1944.
- SHERMAN, H.; BELDONA, S.; JOSHI, M., “Institutional Investor Heterogeneity: Implications for Strategic Decisions”, *CGIR*, 6, 3, 1998, págs. 166-173.
- SMITH, A., *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Feedbooks, Cambridge, 1999.
- STATHOPOULOS, K.; VOULGARIS, G., “The Importance of Shareholder Activism: The Case of Say-on-Pay”, *CGIR*, 24, 3, 2016, págs. 359-370.
- STOUT, L. A., “Why we should stop teaching Dodge V. Ford”, *Vand. L. Rev.*, 3, 2008, págs. 163-190.
- SUDARSANAM, S.; VITKOVA, V., “Hedging their bets: Do hedge fund activists really contribute to long-term value?”, *EFM*, 44, 2017, págs. 1-48.
- TALNER, L., *The Origins of Shareholder Activism*, Investor Responsibility Research Center, Washington, DC, 1983.
- TAPIA HERMIDA, A., “Entre la proscripción y la justificación del mantenimiento de «acciones privilegiadas», «acciones de oro» o «golden shares» por el estado, directa o indirectamente, en «empresas privatizadas»”, *RDBB*, 127, 2012, págs. 35-102.
- TAPIA HERMIDA, A. J., “Algunos aspectos del régimen jurídico de las actividades parabancarias”, en AA.VV., *Estudios de Derecho bancario y bursatil: Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, A. Polo Díez (coord.), vol. III, La Ley, Las Rozas (Madrid), 1994, págs. 2609-2642.
- “Concepto y tipología de inversores institucionales”, en AA.VV., *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas (Cuadernos de Derecho para Ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) R. Mateu de Ros (coord.), vol. 9, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2011, págs. 49-66.
- “El activismo societario de los principales inversores institucionales: fondos de inversión y fondos de pensiones”, en AA.VV., *Gobierno corporativo y crisis empresariales*, Marcial Pons, Madrid, 2006, págs. 523-548.

BIBLIOGRAFÍA

- *El contrato de gestión de carteras de inversión*, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1995.
- “El gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas”, en AA.VV., *Sociedades anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición*, La Ley, Madrid, 2012, págs. 1-33.
- “Institutional Investors and Corporate Control in Spanish Perspective”, en AA.VV., *Institutional Investors and Corporate Governance*, B. Theodor, R.M. Buxbaum, K.J. Hopt, Walter de Gruyter, Berlin, 1994, págs. 399-464.
- “La aplicación de la normativa MIFID II desde el 3 de enero de 2018 y su trasposición al ordenamiento español”, *RDBB*, 149, 2018, págs. 187-202.
- “La nueva arquitectura del Derecho Comunitario del Mercado de Valores. Comentario urgente a los Reglamentos y Directivas sobre el mercado de instrumentos financieros y el abuso de mercado.”, *RDMV*, 14, 2014, págs. 1-57.
- “La nueva Ley de entidades aseguradoras: la LOSSEAR de 14 de julio de 2015”, *RDBB*, 139, 2015, págs. 344-352.
- “La reforma de la regulación de la inversión colectiva mediante la Ley 22/2014 y el Real Decreto 83/2015”, *RDMV*, 16, 2015, págs. 1-42.
- “Las ofertas públicas de adquisición de valores en España. Teoría y práctica en el vigente”, *RDBB*, 148, 2017, págs. 13-56.
- “Las sociedades cotizadas: noción y estatuto jurídico”, nº 26, 2010, págs. 1-19, consultado el 5 de julio de 2017 en <https://eprints.ucm.es/9896>.
- “Los sistemas de gobierno de las entidades financieras”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco, J. Juste Mencía, C. Espín Gutiérrez*, (coord.), vol. II, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 591-609.
- *Manual de Derecho de seguros y fondos de pensiones*, Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2006.
- *Manual de Derecho del Mercado Financiero*, Iustel, Madrid, 2015.
- “Normas de conducta en el mercado de valores y gobierno corporativo de las

BIBLIOGRAFÍA

- sociedades cotizadas”, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, G. Esteban Velasco (dirs.), vol. II, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, págs. 1381-1404.
- *Sociedades anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición*, La Ley, Madrid, 2012.
- *Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización*, Dykinson, Madrid, 1998.
- TAYLOR, L. R.; SCOTT, R. T., “Seating Space in the Roman Senate and the Senatores Pedarii”, *Transactions and Proceedings of the American Philological Association*, 100, 1969, págs. 529-582.
- THOMAS, R. S.; VAN DER ELST, C., “The International Scope of Say on Pay”, *ECGI Working Paper Series in Law*, nº 227, 2013, págs. 1-93, consultado el 4 de diciembre de 2017 en <http://ssrn.com/abstract=2307510>.
- THOMSEN, S., “The Convergence of Corporate Governance Systems to European and Anglo-American Standards”, *EBOLR*, 4, 1, 2003, págs. 31-50.
- TIRADO SUÁREZ, F. J., “Algunas cuestiones peculiares de la convocatoria de la asamblea general de las mutuas de seguros”, en AA.VV., *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, F. Rodríguez Artigas, G. Esteban Velasco, (coords.), vol. II, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 941-960.
- TONELLO, M.; RAHIM RABIMOV, S., “The 2010 Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition”, *The Conference Board Research Report*, Nº R-1468-10-RR, 2010, págs. 1-64, consultado el 28 de agosto de 2018 en <http://ssrn.com/abstract=1707512>.
- TRÍAS FARGAS, R., “Los inversores institucionales en el mercado de valores”, en AA.VV., *Jornadas de estudios sobre el reglamento de Bolsines oficiales de comercio*, Facultad de Derecho - Universidad de Valencia, Valencia, 1972, págs. 39-57.
- TRÍAS SAGNIER, M., “Inversores Institucionales, OPAs y «Corporate Governance»”, *HDFC*, 39, 2001, págs. 12-20.

BIBLIOGRAFÍA

- *Los Inversores Institucionales y el Gobierno de las Grandes Sociedades*, McGraw Hill, Madrid, 1998.
- “Los inversores y accionistas institucionales en relación con la junta general de accionistas y el consejo de administración de las sociedades cotizadas”, en AA.VV., *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas (Cuadernos de Derecho para Ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) R. Mateu de Ros (coord.), vol. 9, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2011, págs. 69-82.
- UGENA TORREJÓN, R., “El nuevo marco general de actuación del sector bancario”, en AA.VV., *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: Reformas pendientes y andantes*, C. Alonso Ledesma, (dir.), I. Fernández Torres, M.S. Navarro Lerida, R. Palá Laguna, (coords.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, págs. 35-59.
- DE URQUIJO Y DE LA PUENTE, J. L.; CRESPO DE LA MATA, A., *El consejo de administración. Conducta, funciones y responsabilidad financiera de los consejeros.*, Ediciones Deusto, Bilbao, 1998.
- USEEM, M., *Investor Capitalism*, John Wiley & Sons, Nueva York, 1996.
- VACCARO, E., “Transfer of Seat and Freedom of Establishment in European Company Law”, *EBLR*, 16, 6, 2005, págs. 1348-1365.
- DEL VAL TALENS, P., “Los consejeros independientes ante el activismo accionarial”, *RDBB*, 136, 2014, págs. 235-267.
- VALERO RUBIO, L., “Inversores institucionales y gobierno corporativo”, *El Notario*, 59, 2015, págs. 24-29.
- VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad civil derivada del folleto informativo*, La Ley, Madrid, 2006.
- VARA DE PAZ, N., “La legitimación para el ejercicio de los derecho derivados de las acciones anotadas en cuenta”, nº 12, 2007, págs. 1-19, consultado el 15 de septiembre de 2018 en <https://eprints.ucm.es/6357/1/nemesio.pdf>.
- VARGAS VASSEROT, C., “Las solicitudes de informaciones o aclaraciones o la formulación por escrito de preguntas con anterioridad a la celebración de la junta o verbalmente durante la misma (art. 520 LSC)”, en AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, A. Roncero Sánchez (coord.), F. Rodríguez

BIBLIOGRAFÍA

- Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. Velasco San Pedro, y otros, vol. I, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2016, págs. 765-781.
- VASUDEV, P. M.; WATSON, S., “Introduction. Corporate Governance - An overview”, en AA.VV., *Corporate governance after the financial crisis*, Edward Elgar Publishing Limited, Stockport, 2012, págs. 1-22.
- DE VAUPLANE, H., “Des titres papiers aux titres digitaux”, *REcoF*, 129, 2018, págs. 89-97.
- VELASCO SAN PEDRO, L., “La gestión de los inversores institucionales. Transparencia y responsabilidad frente a sus participes”, en AA.VV., *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas (Cuadernos de Derecho para Ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) R. Mateu de Ros (coord.), vol. 9, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2011, págs. 161-174.
- VERCHER MOLL, F. J., “La reforma del acceso al mercado de seguros tras Solvencia II”, en AA.VV., *Un derecho del seguro más social y transparente*, J. Bataller Grau, M.J. Peñas Moyano, (dirs.), Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2017, págs. 677-714.
- VICENT CHULIA, F., “Licitud, eficacia y organización de los sindicatos de voto”, *RGD*, 559, 1991, págs. 2995-3045.
- VILLANUEVA FRESÁN, M. V., *Las características de los fondos de inversión monetarios en distintas jurisdicciones*, CNMV, Madrid, 2009.
- VIVES RUIZ, F., “Impugnación de acuerdos sociales. Defectos procedimentales relevantes: delimitación y legitimación para impugnar”, *RDBB*, 147, 2017, págs. 29-108.
- “Junta general y delegaciones de voto”, en AA.VV., *Gobierno corporativo (Cuadernos de derecho para ingenieros)*, M.A. Agúndez y J. Martínez-Simancas (dirs.) C. Paz-Ares (coord.), La Ley, Las Rozas (Madrid), 2009, págs. 187-214.
- “Los conflictos de intereses de los socios con la sociedad en la reforma de la Legislación Mercantil”, *RDBB*, 137, 2015, págs. 7-62.
- WAHAL, S., “Pension Fund Activism and Firm Performance”, *J. Fin. Quant. Anal.*, 31, 1,

BIBLIOGRAFÍA

- 1996, págs. 1-23.
- WALL, E.; MALM, G., “Using Blockchain Technology and Smart Contracts to Create a Distributed Securities Depository”, *Lund University - Thesis repository*, 2016, consultado el 22 de septiembre de 2018 en <http://www.eit.lth.se/srapport.php?uid=987>.
- WELLS, H., “Shareholder power in America, 1800–2000: a short history”, en AA.VV., *Research Handbook on Shareholder Power*, J. Hill, R. Thomas, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2015, págs. 13-32.
- “The Birth of Corporate Governance”, *Seattle U. L. Rev.*, 33, 4, 2010, págs. 1247-1292.
- WHITEHOUSE, M., “Financial Analysts and Their Role in Financial Communication and Investor Relations”, en AA.VV., *The handbook of financial communication and investor relations*, A. V. Laskin, (ed.), Wiley Blackwell, Malden, 2018, págs. 117-126.
- WILGUS, H. L., “Corporations and Express Trusts as Business Organizations”, *Mich. L. Rev.*, 13, 1914, págs. 205-238.
- WINTER, J. W., “The Financial Crisis: Does Good Corporate Governance Matter and How to Achieve it?”, *DSF Policy Paper*, nº 14, 2011, págs. 1-15, consultado el 8 de agosto de 2018 en <https://www.ssrn.com/abstract=1972057>.
- WINTRINGHAM, T. H., “The Road to Caporetto”, *Left Review*, 2, 2, 1935, págs. 63-65.
- WU, J. Y., “Revisiting Business Roundtable and Section 169(c) in The Wake of the Sarbanes-Oxley Act”, *Yale J. Reg.*, 23, 2, 2006, págs. 249-267.
- WYMEERSCH, E., “From harmonization to integration in the European Securities Markets”, *JCCL&SR*, 3, 1981, págs. 1-29.
- “Shareholder after the Crisis”, *Financial Law Institute Working Paper*, nº 12, 2009, págs. 1-21, consultado el 14 de mayo de 2017 en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1524249.
- YANES YANES, P., “La votación separada por asuntos”, *RDM*, 299, 2016, págs. 33-80.
- YERMACK, D., “Corporate governance and blockchains”, *Rev. Fin.*, 21, 1, 2017, págs. 7-

BIBLIOGRAFÍA

31.

ZABALA ORTIZ DE LA TORRE, I., *Gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en los Estados Unidos*, Dykinson, Madrid, 2017.

ZUBIRI DE SALINAS, M., *El Representante del Socio en las Sociedades de Capital*, Thomson Reuters-Aranzadi, Pamplona, 2015.

— “La junta general de las sociedades capitalistas tras la modificación de la LSC por la Ley 31-2014, de 3 de diciembre: convocatoria, celebración y adopción de acuerdos”, *ACM*, 4, 2015, págs. 29-50.

ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho del Mercado Financiero*, 2ª Ed., Marcial Pons, Madrid.

— “Sociedad cotizada en bolsa”, en AA.VV., *GPS Derecho de Sociedades*, M.I. Candelario Macías (dir.), 3ª Ed, Tirant lo Blanch, Valencia, 2018, págs. 459-496.

DOCUMENTACIÓN CITADA

- AA.VV. *Commonsense Principles of Corporate Governance*, 2016, consultado el 20 de noviembre de 2016 en <http://www.governanceprinciples.org>.
- AUSTRALIAN SECURITIES EXCHANGE (ASX), *Chess replacement: New Scope and Implementation Plan. Consultation Paper*, 2018, consultado el 8 de septiembre de 2018 en <https://www.asx.com.au/services/chess-replacement.htm>.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE), “Financial Integration in Europe”, *Annual Report on Financial Integration in Europe*, May, 2018, consultado el 20 de agosto de 2018 en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.financialintegrationineurope201805.en.pdf>.
- BANCO DE ESPAÑA, *Informe sobre la Crisis Financiera y Bancaria en España: 2008-2014*, 2017, consultado el 20 de enero de 2018 en https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/OtrasPublicaciones/Fich/InformeCrisis_Completo_web.pdf.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, *Financial Accounts of the United States (Z.1)*, 2018, consultado el 15 de septiembre de 2018 en <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20180607/html/1213.htm>.
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME), “Contra el déficit de financiación: más mercado”, *RBME*, 3r trim, 2012, págs. 28-43, consultado en https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/4664_Contra_el_déficit_de_financiación_más_mercado.
- *Financiación de las grandes cotizadas - Informe 2017*, consultado el 20 de julio de 2018 en https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5294_La_estructura_de_la_financiación_de_las_grandes_cotizadas_se_acerca_al_modelo_anglosajés.
- *Informe de Mercado 2017*, consultado el 20 de julio de 2018 en <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe->

Mercado/Resumen2017.

- *Propiedad de acciones españolas cotizadas de 2016*, consultado el 20 de enero de 2018 en https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5267_Propiedad_de_acciones_españolas_cotizadas_2016_Nuevo_récord_de_los_inversores_extranjeros_con_el_43_1_.

CENTER ON EXECUTIVE COMPENSATION, *A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo. The Case for Greater Accountability and Oversight*, c11-07b, 2011.

COLEGIO DE REGISTRADORES DE ESPAÑA, *Estadísticas Mercantiles Anuales*, 2017, consultado el 19 de septiembre de 2018 en http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/mercantil/estadistica%20mercantil/Estadistica_Mercantil_2017.pdf.

COMISIÓN DE EXPERTOS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO, *Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas*, 2013.

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), *Guía Técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y asesora*, 27 de junio de 2017, consultada el 20 de septiembre de 2018 en https://www.cnmv.es/DocPortal/Legislacion/Guias-Tecnicas/GuiaTecnica_2017_4.pdf.

- *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación - 2017*, consultado el 15 de agosto de 2018 en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anual_2017_.pdf.

- *Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales - 2016*, consultado el 25 de abril de 2018 en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2016.pdf.

CONSEJO DE ESTADO, *Dictamen sobre el Anteproyecto de Ley del Código Mercantil de 29 de enero de 2015*, consultado el 25 de julio de 2018 en <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=CE-D-2014-837>.

- *Dictamen sobre el Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los*

Instrumentos Financieros de 21 de junio de 2018, pendiente de publicación en el Boletín Oficial del Estado.

CUATRECASAS GONÇALVES PEREIRA; GEORGESON, *El Gobierno Corporativo y los Inversores Institucionales*, 2018.

DGSFP, *Boletín de Información Trimestral de Planes y Fondos de Pensiones Tercer Trimestre 2017*, 2017, consultado el 18 de enero de 2018 en <http://www.dgsfp.mineco.es/PlanesFondos/Documentos/2017/Boletines trimestrales/Informacion Trimestral de planes 3T 2017.pdf>.

— *Informe de Seguros y Fondos de Pensiones*, 2016, consultado el 18 de enero de 2018 en <http://www.dgsfp.mineco.es/sector/documentos/INFORME SECTOR 2016.pdf>.

EUROPEAN CENTRAL BANK, “Financial Integration in Europe”, *Annual Report on Financial Integration in Europe*, May, 2018, consultado el 20 de agosto de 2018 en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.financialintegrationineurope201805.en.pdf>.

EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, «Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies»*, de 12 de diciembre de 2012.

— *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the «Action plan on building a capital markets union»*, de 30 de septiembre de 2015.

— *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the «Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan»*, de 8 de junio de 2017.

— *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, «Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward»*, de 21 de mayo de 2003.

— *Green Paper – Corporate governance in financial institutions and remuneration policies*, de 2 de junio de 2010, consultado el 24 de agosto de 2018 en <https://eur->

lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0284:FIN:EN:PDF.

- *Green Paper – The EU corporate governance framework*, de 5 de abril de 2011, consultado el 24 de agosto de 2018 en http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf.
- *Memo on the Action Plan for Fair and Efficient Corporate Taxation in the EU*, 2018, consultado el 21 de marzo de 2018 en http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-15-5175_en.htm.

EUROPEAN COMMISSION INTERNAL MARKET AND SERVICES, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, de 5 de abril de 2011, consultado el 24 de mayo de 2017 en http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf.

EUROPEAN PARLIAMENT, COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION AND THE COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Interinstitutional agreement on better law-making*, de 31 de diciembre de 2003, consultado el 23 de septiembre de 2018 en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32003Q1231%2801%29>.
(derogado)

EUROPEAN PARLIAMENT, COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION AND THE EUROPEAN COMMISSION, *Interinstitutional agreement on better law-making*, de 13 de abril de 2016, consultado el 23 de septiembre de 2018 en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32003Q1231%2801%29>.

EUROPEAN PARLIAMENT (EP POLICY DEPARTMENT ECONOMIC AND SCIENTIFIC POLICY), *The Economic Consequences of Large Shareholder Activism*, 2009, consultado el 20 de mayo de 2018 en [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2009/416245/IPOL-ECON_ET\(2009\)416245_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2009/416245/IPOL-ECON_ET(2009)416245_EN.pdf).

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD*, de 3 de julio de 2013, consultado el 13 de septiembre de 2018 en https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/11/2013-

232_aifmd_guidelines_on_remuneration_-_en.pdf

FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS, *Guía de buenas prácticas para el desarrollo de la junta general de accionistas de sociedades cotizadas*, Madrid, 2004.

FUNDACIÓN INVERCO, *Medio siglo de Inversión Colectiva en España*, Fundación Inverco, Madrid, 2007.

HIGH-LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Liikanen Report - Report of the European Commission's High-level Expert Group on Bank Structural Reform*, 2 de octubre de 2012, consultado el 14 de abril de 2018 en https://ec.europa.eu/info/publications/liikanen-report_en.

— *Winter Report - Report of the High Level Group of Company Law Experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*, 4 de noviembre de 2002, consultado el 28 de mayo de 2017 en http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.

INVERCO, *Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones. Informe 2016 y perspectivas 2017*, 2017, consultado el 21 de enero de 2018 en <http://www.inverco.es/archivosdb/ahorro-financiero-de-las-familias-iics-y-fp-2016.pdf>.

LONDON STOCK EXCHANGE, “A Practical Guide to Listing”, 2002, consultado el 1 de septiembre de 2018 en <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/listing/float/practical-guide-to-listing.pdf>.

MULTINACIONALES MARCA ESPAÑA, *La inversión extranjera en cifras - Noviembre 2017*, consultado el 1 de junio de 2018 en http://multinacionalesmarcaespana.org/wp-content/uploads/2017/10/Inversion_extranjera_noviembre2017.pdf.

NASDAQ STOCK MARKET, “Code of Conduct”, The Nasdaq Stock Market Rules, consultado el 13 de enero de 2006 en http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_1_1_1&manual=/nasdaq/main/nasdaq-equityrules/

NEW YORK STOCK EXCHANGE; INTERCONTINENTAL EXCHANGE COMPANY, *NYSE: Corporate Governance Guide*, White Page Ltd, 2014, consultado el 20 de julio de

2018 en https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Corporate_Governance_Guide.pdf.

NEW YORK STOCK EXCHANGE, “Corporate Governance Standards”, *Listed Company manual rule*, 2009, consultado el 15 de abril de 2018 en <http://wallstreet.cch.com/LCM>

OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, 20 de febrero de 2011, consultado el 20 de agosto de 2018 en <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/44679170.pdf>

— *Pensions at a Glance 2017: OECD and G20 indicators*, OECD Publishing, Paris, 2017, consultado el 2 de septiembre de 2018 en http://dx.doi.org/10.1787/pensions_glance-2017-en

— *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, 25 de noviembre de 2011, consultado el 26 de abril de 2015 en http://www.oecd-ilibrary.org/governance/the-role-of-institutional-investors-in-promoting-good-corporate-governance_9789264128750-en.

OECD Y G20, *Principles of Corporate Governance*, 2015, consultado el 15 de septiembre de 2018 en https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en

UNCTAD - ONU, *World Investment Report 2018*, consultado el 5 de junio de 2018 en http://www.unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2018_overview_en.pdf.

UNESPA -ASOCIACIÓN DE ENTIDADES DE SEGUROS, *Informe Estamos Seguros*, 2016, consultado el 18 de enero de 2018 en <http://www.unespa.es/que-hacemos/publicaciones/memoria-social/>.

