

## **“La implicación del accionista en la sociedad cotizada”**

por Jesús Quijano González<sup>1</sup>

**I. INTRODUCCIÓN: DE LA DIRECTIVA EUROPEA DE 2017 A LA LEY ESPAÑOLA DE 2021. II. LA DIRECTIVA DE 17 DE MAYO DE 2017: BREVE DESCRIPCIÓN DE SU SIGNIFICADO.** 1. *La reforma de la Directiva de 2007 sobre ejercicio de derechos del socio en la sociedad cotizada.* 2. *Las cuestiones armonizadas.* **III. LA PREPARACIÓN DEL PROYECTO DE LEY DE TRASPOSICIÓN.** 1. *Cuestiones previas de política jurídica.* 2. *El complejo proceso de elaboración.* **IV. LA LEY DE 12 DE ABRIL DE 2021: REFORMAS EN LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL.** 1. *El contenido: aspectos principales.* 2. *Reformas en la Ley de Sociedades de capital: en el régimen general y en el especial de las sociedades cotizadas.*

### **I. INTRODUCCIÓN: DE LA DIRECTIVA EUROPEA DE 2017 A LA LEY ESPAÑOLA DE 2021.**

Una reciente Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas de las sociedades cotizadas, ha introducido importantes cambios, algunos plenos de novedad y no exentos de polémica, en el Derecho societario español.

Se trataba de una Ley obligada, pues su objetivo necesario era la trasposición de una Directiva de 17 de mayo de 2017, de la Unión Europea, elaborada con esa finalidad de fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, una vez constatado que su tránsito, a menudo fugaz, de unas sociedades a otras, no favorecía la implantación de un sistema sólido y estable de buen gobierno corporativo en las sociedades donde su permanencia, motivada más por criterios de rentabilidad que de gobernanza, no era prolongada ni comprometida.

---

<sup>1</sup>Catedrático de Derecho Mercantil - Universidad de Valladolid

Con cierto retraso en cuanto al plazo de trasposición, el Derecho español ha incorporado finalmente el mandato armonizador de alcance comunitario mediante la citada Ley. Sin embargo, ha ocurrido que, además de cumplir con esta obligación como Estado miembro de la Unión Europea, el legislador ha aprovechado para introducir en la Ley de Sociedades de Capital algunas novedades de especial relevancia, que no venían exigidas por la Directiva e incluso, en algún caso, no tienen ninguna relación con su contenido. Como luego se analizará, tal vez puede afirmarse que estas reformas no exigidas por la Directiva presentan más interés, y han sido ya objeto de más consideración, que las que era obligado incorporar para cumplir con su finalidad armonizadora.

Procederá, en consecuencia, ordenar la exposición de la materia diferenciando y tratando separadamente los tres aspectos que cabe distinguir: en primer lugar, es imprescindible ofrecer una descripción mínimamente reveladora de la Directiva que ha sido causa, y ocasión, para esta reforma, con el fin de poner de manifiesto sus objetivos y su contenido, pues se trata de una Directiva que pretende continuar con una línea de incentivación de la participación de los socios en las sociedades cotizadas, que ya había dado lugar anteriormente a otras disposiciones con el mismo objetivo, como tendremos oportunidad de examinar; en segundo lugar, resulta conveniente poner de manifiesto las circunstancias de preparación de la trasposición de la Directiva, comenzando con la consulta pública realizada al efecto, y continuando con un repaso a los diversos Anteproyectos que se fueron sucediendo hasta llegar al Proyecto de Ley finalmente remitido por el Gobierno al Parlamento, pues es la forma más útil de apreciar cómo se fueron desarrollando la configuración del texto legal y el proceso de introducción de nuevos asuntos que no formaban parte del Anteproyecto inicial, pero que se fueron incorporando sucesivamente en las distintas versiones que tuvo el texto a lo largo de su elaboración; en tercer y último lugar, es obligado ofrecer una visión del contenido de la Ley finalmente resultante, prestando atención especial a las reformas que ha introducido en la vigente Ley de Sociedades de Capital, de 2010, pues también otras leyes se han modificado, distinguiendo en esas reformas societarias, como ya se apuntó, las que obedecen estrictamente a la incorporación de la Directiva, y las que

constituyen rigurosa novedad, que el legislador decidió introducir aunque no estaba obligado a hacerlo. La combinación de esos tres aspectos podrá proporcionar una visión suficiente del significado y el impacto de esta reciente reforma.

## II. LA DIRECTIVA DE 17 DE MAYO DE 2017: BREVE DESCRIPCIÓN DE SU SIGNIFICADO.

*1. La reforma de la Directiva de 2007 sobre ejercicio de derechos del socio en la sociedad cotizada.*

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 (en adelante, y de forma simplificada, Directiva de implicación), constituyó, en su momento, una de las “medidas estrella” en el ámbito del gobierno corporativo en desarrollo de la Comunicación de la Comisión Europea, de 12 de diciembre de 2012, que contenía el conocido “Plan de acción: Derecho de Sociedades europeo y gobierno corporativo – un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y para la viabilidad de las empresas”. Ocurría por entonces que, con ocasión de la reciente crisis financiera, y así lo reconocían los primeros Considerandos de la propia Directiva, se había percibido que, en muchos casos, “los accionistas de grades sociedades cotizadas habían venido apoyando una asunción excesiva de riesgos a corto plazo por parte de los gestores, de manera que el nivel de seguimiento de las sociedades en las que se invierte y de implicación de los inversores institucionales y los gestores de activos estaba demasiado centrado en la rentabilidad también a corto plazo”. Se trataba entonces de proponer medidas destinadas a “fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas y aumentar la transparencia entre las sociedades y los inversores”, y éste era el objetivo declarado de la Directiva en cuestión.

La Directiva de implicación se presentaba formalmente a sí misma como una modificación de la citada Directiva, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas,

lo que no parecía responder cabalmente al contenido de una y otra. En efecto, esta Directiva había sido fruto de una Comunicación anterior de la Comisión (la de 21 de mayo de 2003, sobre “Modernización del Derecho de Sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea – Un plan para avanzar”), elaborada en un contexto muy distinto y con una finalidad más particular, que era la de facilitar el ejercicio transfronterizo de los derechos de socio, particularmente el derecho de voto, a través de cauces electrónicos, entendiendo que una mayor participación en las juntas generales, directamente o por representación, aunque fuera a distancia, contribuiría a mejorar el control de la gestión.

El contenido de la Directiva de 2007, en efecto, se orientaba claramente en esa dirección. Como bien se recordará, porque su contenido se incorporó en España al recientemente aprobado Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, de 3 de julio de 2010, mediante la Ley de trasposición, de 1 de agosto de 2011, las materias en ella armonizadas tenían relación directa con el ejercicio de derechos de los socios: se establecía expresamente el principio de “igualdad de trato a los accionistas que estén en la misma posición por lo que se refiere a la participación y al ejercicio de derechos de voto en la junta general”, y a partir de ahí se fueron desarrollando los aspectos principales relacionados con esos derechos de información, participación y voto (así, el detalle de la información previa a la junta, tanto la que debía constar en la convocatoria, como la que debía insertarse en la página web de la sociedad; el reconocimiento del derecho a incluir puntos en el orden del día de la junta y a presentar propuestas de resolución; los requisitos para poder participar y votar en la junta general, para evitar restricciones añadidas; la posibilidad de participar en la junta por medios electrónicos; el derecho a formular preguntas; el ejercicio del voto por representación, indicando las formalidades para poder designar representante por vía electrónica; la posibilidad de emitir el voto por correo; la supresión de obstáculos al ejercicio efectivo del derecho de voto; y, en fin, la obligación final de proporcionar información sobre el resultado de las votaciones, con indicación suficiente de votos emitidos en los distintos sentidos).

No es ésta, sin embargo, la orientación de la Directiva de 2017, por mucho que se presente como una modificación de la anterior. A poco que se

analice su contenido, podrá percibirse que, en términos generales, no está relacionado con los derechos del socio. Como a continuación se indicará, una parte principal de la materia armonizada la constituyen medidas de información y transparencia aplicables a sujetos (inversores, gestores de activos, intermediarios, asesores de voto) que, propiamente, no son, ni tienen por qué ser, socios, ni las medidas que se establecen se les aplican en virtud de esa condición. La otra parte, dedicada a mejorar el control de dos cuestiones tan sensibles, como lo son la retribución de los administradores y las operaciones vinculadas, puede estimarse que tiene alguna relación con el ejercicio de derechos de socio, en tanto que, en ciertas ocasiones o a ciertos efectos, tal control se ejerce a través de votación en la junta general; pero se trata de una relación más bien indirecta y remota, pues no es el derecho de los socios lo que constituye el objeto central de la armonización reformada, sino la materia sobre la que se proyecta el control a través del voto, que es algo distinto. Procede entonces realizar una breve descripción de las cuestiones armonizadas en la Directiva de 2017, que es el ámbito en que debe moverse su trasposición a nuestro Derecho, ya que este es el asunto objeto de análisis aquí.

## *2. Las cuestiones armonizadas.*

La Directiva de implicación comienza introduciendo algunas novedades en los primeros artículos de la que pretende reformar, que afectan al objeto de la armonización, a la identificación del “Estado miembro competente” para regular las cuestiones tratadas, al ámbito de aplicación, y al listado de definiciones que habitualmente precede a las Directivas. A partir de ahí, los sucesivos temas objetos de armonización se ordenan en capítulos y artículos nuevos que se insertan en la Directiva reformada.

En primer lugar, se aborda el asunto de la identificación de los accionistas, configurado como un derecho de las sociedades emisoras que debe ser garantizado por los Estados, aunque se les permite que limiten el derecho a identificar solamente a accionistas que posean más de un cierto porcentaje de derechos de voto, que no puede exceder de más de un 0,5%. La obligación de proporcionar la información solicitada sobre la identidad de los accionistas se

extiende especialmente a los intermediarios, o a las cadenas de intermediarios que deben transmitirse entre sí la solicitud para que, sin demora, la atienda el intermediario que posea la información. La misma obligación de transmisión de información se exige a los intermediarios respecto de aquella que la sociedad deba transmitir a los accionistas, o a un tercero designado por el accionista, para facilitarle el ejercicio de sus derechos, sea por sí mismo, sea a través del propio intermediario, bajo la autorización y las instrucciones del accionista. Se establece también que las tarifas aplicables por los intermediarios en virtud de los servicios prestados sean proporcionales, transparentes y no discriminatorias. También hay que tener en cuenta en relación con el derecho a la identificación de accionistas, con la transmisión de la información y con la facilitación del ejercicio de los derechos, que su reconocimiento ha experimentado una reglamentación ejecutiva importante tras la aprobación de la Directiva: el Reglamento de 3 de septiembre de 2018, en efecto, ha establecido las formalidades, trámites, plazos, etc., en que deben canalizarse las diversas iniciativas.

Se desarrolla a continuación una parte novedosa de la Directiva, que es la referida a la transparencia exigible a los inversores institucionales, a los gestores de activos y a los asesores de voto. Tanto los inversores institucionales como los gestores de activos deben elaborar y hacer pública una política de implicación en la que describan como integran la implicación de los accionistas en su política de inversión, como también el inversor institucional debe publicar la información sobre el acuerdo que tenga establecido con el gestor de activos, lo mismo que éste debe poner en conocimiento de aquél anualmente la forma en que su estrategia de inversión y su aplicación se ajustan al citado acuerdo. A los asesores de voto, por su parte, se les impone hacer público el código de conducta que apliquen y, de no aplicarlo, explicar el motivo razonadamente; además, cada año como mínimo, deben publicar la información que se especifica sobre la preparación de sus investigaciones, asesoramientos y recomendaciones de voto. Especial significado tiene la obligación de los asesores de voto de comunicar sin demora a sus clientes cualquier conflicto de interés, real o potencial, o cualquier relación que pueda influir en su actividad, así como las medidas que adopten para eliminar, reducir o gestionar los citados

conflictos de interés, previsiblemente motivados por el doble asesoramiento a accionistas significativos y a la propia sociedad cotizada.

Los dos asuntos en que hay más relación con el ejercicio de derechos de socio, particularmente con el voto, son el tratamiento de la política de remuneración de administradores y la aprobación de operaciones con partes vinculadas.

En el caso de las remuneraciones, lo que la Directiva pretende es que las sociedades dispongan de una política de remuneraciones, aprobada como mínimo cada cuatro años, y publicada en la página web de la sociedad, a la que se sujeten las retribuciones que perciban los administradores, y que tal política sea votada por los accionistas en la junta general. Como principio, se establece que la votación tenga carácter vinculante, de manera que, si no es aprobada, sólo pueda remunerarse a los administradores conforme a prácticas existentes, y habrá de someterse de nuevo a la junta una política revisada, se entiende que distinta de la que fue rechazada; no obstante, la Directiva deja a los Estados miembros la posibilidad de disponer que la votación sea consultiva, bastando entonces que se haya sometido a la junta una política de remuneraciones para que pueda ser aplicada, aunque, si resultó rechazada, habrá de someterse a votación en la siguiente junta general una política revisada. También queda a disposición de los Estados miembros permitir excepciones temporales a la política de remuneraciones, especificando las condiciones y los componentes que pueden ser excepcionados. Por lo demás, la política de retribuciones debe atenerse a determinados criterios de variada naturaleza (contribuir a la estrategia empresarial y a los intereses y sostenibilidad a largo plazo de la sociedad; ser clara y comprensible en cuanto a los componentes fijos y variables, con especial indicación de los criterios de la remuneración variable; explicar cómo se hayan tenido en cuenta las condiciones de retribución y empleo de los trabajadores de la sociedad, etc.)

Igualmente se armoniza la elaboración del informe anual sobre remuneraciones, que debe ofrecer una descripción global completa de la remuneración abonada o por abonar durante el ejercicio más reciente a cada administrador, sean antiguos o recientes, de acuerdo con la política de retribuciones citada. Este informe, del que se establecen criterios de elaboración

bastante precisos, incluida la posibilidad de exigir la devolución de la remuneración variable, debe ser objeto de votación consultiva en la junta general, referida al ejercicio más reciente, pero explicando en el siguiente cómo se tuvo en cuenta la votación producida, y hacerse público a continuación en la página web de la sociedad.

En cuanto a las operaciones con partes vinculadas, lo primero que se demanda a los Estados miembros es que definan lo que haya que considerar como “operaciones importantes”, teniendo en cuenta criterios de influencia y riesgo para los accionistas y la sociedad, y con indicadores cuantitativos de impacto en varios parámetros económicos, pudiendo adoptarse distintas definiciones en función de la dimensión de la sociedad. Las medidas de control y transparencia se instrumentan a continuación en tres niveles, con distinto grado de exigencia: es requisito mínimo el anuncio público de la operación, a más tardar en el mismo momento de su celebración y con información suficiente sobre el valor, las partes, etc.; menor grado de exigencia, pues es disponible para los Estados miembros, tiene el informe que explique si la operación es justa y razonable para la sociedad y para los accionistas que no sean parte vinculada, pudiendo ser elaborado por un tercero independiente, por el órgano de administración o de supervisión de la sociedad, o por el comité de auditoría, u otro distinto en que sean mayoría los consejeros independientes; de nuevo resulta exigible la aprobación de la operación por la junta general, o por el órgano de administración o de supervisión, pudiendo disponerse que los accionistas tengan derecho a votar en la junta las operaciones importantes aprobadas por cualquiera de estos órganos, debiendo abstenerse de participar en la aprobación o en la votación el administrador o accionista que sea parte vinculada en la operación, aunque cabe excepción permisiva en el caso de los accionistas con determinadas salvaguardias que eviten que la operación se apruebe con el voto del socio interesado contra la opinión mayoritaria de los accionistas no vinculados o de los consejeros independientes.

Hay en todo caso un ámbito importante de no aplicación para operaciones celebradas en el curso ordinario de la actividad empresarial y en condiciones normales de mercado, aunque el Estado miembro puede disponer la aplicación de cualquiera de los requisitos de control, o de todos ellos; como



también, y en el sentido inverso, puede no aplicar, o permitir que la sociedad no aplique, los requisitos en un conjunto de supuestos que la Directiva enumera (operaciones intragrupo entre la sociedad y sus filiales, que en todo caso deben hacerse públicas; tipos claramente definidos de operaciones; las relativas a la remuneración de los administradores; las celebradas por entidades de crédito; y las ofrecidas en igualdad de condiciones a todos los accionistas, garantizando la igualdad de trato y la protección del interés de la sociedad). Pero una regla final establece que se agreguen en periodo anual las operaciones con la misma parte vinculada, no sujetas a los requisitos de control, por si de la agrupación derivara su aplicación.

Sintetizado el contenido de la Directiva de implicación, y antes de abordar algunos aspectos más generales del Proyecto de trasposición, conviene recordar que el plazo para efectuarla concluyó ya el 10 de junio de 2019, conforme establece el artículo 2 de la propia Directiva, aunque tal plazo se extiende, para determinadas cuestiones relacionadas con el derecho de las sociedades a identificar a sus accionistas, durante 24 meses a partir de la fecha de adopción de los actos de ejecución que indicaba la Directiva de 2007, lo que ya se produjo con la puesta en vigor del Reglamento de ejecución de 8 de septiembre de 2018, en su momento citado.

### III. LA PREPARACIÓN DEL PROYECTO DE LEY DE TRASPOSICIÓN.

#### *1. Cuestiones previas de política jurídica.*

La trasposición de la Directiva de implicación no fue ciertamente una tarea sencilla. Por varios motivos, y en varios aspectos, planteaba algunas cuestiones previas de política jurídica que no deben soslayarse. Hay, al menos, tres ámbitos de decisión en los que conviene detenerse brevemente, por este orden: en primer lugar, en el texto de la Directiva hay un buen número de opciones abiertas, posibles reservas, alternativas, etc., y en materias relevantes, en las que se concede a los Estados miembros un margen de disposición amplio; en segundo lugar, el ordenamiento societario español tiene ya incorporadas y en

vigor algunas reglas que exceden la armonización pedida por la Directiva y que, en consecuencia, no sería imprescindible mantener; en tercer lugar, y como ha sucedido con cierta frecuencia en ocasiones anteriores, la trasposición de esta Directiva ofrece la oportunidad de plantear la introducción de otras novedades normativas, bien porque se entienda que ayudan al objetivo de la implicación de los accionistas a largo plazo más allá de lo que propia Directiva propone, bien porque se pretenda, simplemente, aprovechar la ocasión para reformar alguna regla societaria que lo necesite, o que resulte conveniente hacerlo, incluso aunque no tenga relación alguna, ni próxima ni remota, con las materias armonizadas por la Directiva. Se trata, pues, de una cuidadosa reflexión, que corresponde hacer en el proceso prelegislativo, de preparación del texto de trasposición en las instancias correspondientes, y en el propio proceso legislativo que debe conducir a la aprobación final de una ley de trasposición.

Una breve consideración, con algunas indicaciones ejemplificativas, de los tres ámbitos de decisión de política jurídica antes diferenciados puede ayudar a delimitar mejor el alcance de la citada reflexión.

En efecto, en algunas materias fundamentales, la Directiva ofrecía opciones especialmente significativas: así, por ejemplo, que el derecho de las sociedades a conocer la identidad de sus accionistas sólo pueda ejercerse respecto de accionistas que dispongan más de un determinado porcentaje de acciones o derechos de voto, que no excederá del 5%; que la votación de la política de remuneraciones, por principio vinculante, pueda ser consultiva, con los efectos que ya se indicaron cuando el resultado de la votación sea negativo; que para el control y transparencia de las operaciones con partes vinculadas se puedan adoptar distintas definiciones de importancia, se pueda disponer que el anuncio público se acompañe de informe, que los accionistas puedan votar en la junta las operaciones vinculadas aprobadas por el órgano de administración, o que se puedan aplicar, o no aplicar, según los casos, los requisitos de control, respectivamente para distintos supuestos. Fácilmente se aprecia que se trata de opciones relevantes en asuntos de alta significación, y habrá que examinar en qué medida el texto preparado para la trasposición las acoge, y en qué sentido, porque ello pondrá de manifiesto la línea de política jurídica que se propone seguir en relación con la intervención de los accionistas en la fijación de las

retribuciones de los administradores y en relación con la transparencia y el control más efectivo de las operaciones con partes vinculadas.

Por otro lado, hay asuntos en los que el derecho vigente en la materia supera, con mayor o menor intensidad, los objetivos de la armonización que pretende la Directiva. Obsérvese, por ejemplo, que el derecho de identificar a los accionistas en el vigente artículo 497 de la LSC, reformado en 2014, está atribuido a más legitimados que a la propia sociedad (asociaciones de accionistas que representen más del 1% y socios que individual o conjuntamente alcancen el 3% al menos del capital social) y, teniendo la Directiva carácter de mínimo para la armonización, parecía razonable mantener la norma vigente en lo que exceda ese mínimo. Algo similar ocurre, con distinto alcance, en lo que se refiere a la votación en junta general de la política de retribuciones, donde la necesidad de acuerdo de aprobación que establece el artículo 529 novodecies, con carácter trienal, imprime a tal votación un carácter netamente vinculante, que parece razonable mantener.

Finalmente, es evidente que, sobre la preparación del Proyecto, en las distintas fases por las que ha atravesado, se han proyectado consideraciones de política jurídica que han llevado a incorporar al texto eventuales novedades que implican modificaciones de la legislación societaria que no venían exigidas por la Directiva. Algunas de ellas están motivadas en razones de transparencia y buen gobierno (que los consejeros de las cotizadas deban ser necesariamente personas físicas); otras en razones de homologación con el entorno (así, la supresión de algunas obligaciones de información financiera, o la incorporación de algunas limitaciones relativas a la delegación en los administradores de aumentos de capital en las sociedades cotizadas); otra, en fin, de especial trascendencia, en razones múltiples, tanto de homologación con el entorno, como de hacer más intenso el estímulo para la implicación de los accionistas, incentivando el mantenimiento de la inversión (es el caso principal de las acciones de lealtad, que excepcionan la tradicional prohibición del voto plural para premiar la permanencia de los socios otorgando a sus acciones un voto adicional, y merecen una especial atención en el análisis jurídico). Los objetivos y argumentos de política jurídica están especialmente presentes en este

apartado, como es fácil de apreciar, aprovechando la oportunidad de la trasposición con distintos fines, relacionados o no con los objetivos de ésta.

## *2. El complejo proceso de elaboración.*

Si se observa que la Directiva de implicación lleva la fecha del 17 de mayo de 2017, que se publicó en el DOUE de 20 de mayo del mismo año, y que el plazo de trasposición, con algún matiz, finalizaba el 19 de junio de 2019, fácilmente se deducirá que el proceso de incorporación al Derecho español estuvo retrasado. Tal situación podrá explicarse teniendo en cuenta el contexto político-institucional en que se ha encontrado España en este tiempo, con largos periodos de Gobiernos en funciones o en precariedad parlamentaria, y con poco margen para llevar adelante iniciativas legislativas como la que exigiría una materia de este tipo, poco apta para otro tipo de instrumentos normativos, como sería un Real Decreto-Ley. De manera que se puede construir un breve relato del itinerario seguido hasta llegar a disponer del Proyecto que ahora es objeto de análisis, finalmente aprobado como Ley en la que se incorporaron aún algunas enmiendas durante la tramitación parlamentaria, una vez que el Consejo de Ministros, en su sesión de 14 de julio de 2020, lo remitió a la Cámara y fue publicado en el Boletín Oficial de las Cortes Generales. Congreso de los Diputados, de 7 de septiembre de 2020, para iniciar dicha tramitación.

Una breve reconstrucción del relato sobre el proceso de elaboración aconseja destacar las fases principales que se fueron sucediendo.

Una vez publicado el texto de la Directiva, el primer paso para el largo camino de la trasposición lo dio el Ministerio de Economía y Empresa, convocando una primera consulta pública, de carácter previo, que se extendería hasta el 12 de julio de 2018. El hecho de que fuera el Ministerio de Economía (y más concretamente la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional, y la Secretaría General de Legislación y Política Financiera) quien convocara la consulta pública, y no el Ministerio de Justicia, al que tradicionalmente ha correspondido la preparación de los textos prelegislativos de reforma de la legislación societaria, a través de la Comisión General de Codificación (en este caso, la Sección de

Derecho Mercantil), previsiblemente obedeció al discutible criterio de que las iniciativas normativas que afectan a las sociedades cotizadas pertenecen al ámbito del mercado de valores, más que al societario, lo que remite a aquel Ministerio, normalmente en combinación con la CNMV. Sea como fuere, la consulta pública de 2018, dirigida a recabar la opinión de las personas y entidades potencialmente afectadas por la norma proyectada, aparecía como trámite previo, ya referido en aquel momento a un Anteproyecto de Ley de trasposición de la Directiva de 2017.

Tras mencionar los antecedentes de la futura norma, la consulta enumeraba los problemas que, en su consideración, pretendía solucionar aquel Anteproyecto, remitiendo a los que la propia Directiva declaraba abordar: la insuficiente implicación de los inversores institucionales y los gestores de activos en las sociedades cotizadas en las que invierten; la insuficiente correlación entre la remuneración y el desempeño de los miembros del órgano de administración de las sociedades cotizadas; la falta de supervisión y vigilancia por parte de los accionistas de las operaciones con partes vinculadas; la inadecuación de los estándares de transparencia de los asesores de voto; la dificultad y el costo del ejercicio de los derechos políticos y económicos derivados de las acciones. Alegaba luego la necesidad y oportunidad de la aprobación de la disposición, teniendo en cuenta el plazo de trasposición establecido en la Directiva, y detallaba sus objetivos, relacionados con la corrección de cada uno de los problemas indicados (así, y en el mismo orden, evitar la perspectiva cortoplacista de los gestores de activos, principalmente; tratamiento y votación de la política y del informe anual de remuneraciones de los miembros del órgano de dirección; publicidad y aprobación de las operaciones con partes vinculadas; transparencia de la actividad de los asesores de voto; obligaciones de información de intermediarios financieros).

Así planteada la consulta, la parte principal de su contenido consistía en preguntar directamente por las opciones que la Directiva ofrecía a los Estados miembros, agrupándolas en cinco bloques, con el fin de valorarlas y ponerlas en relación con el estado actual del Derecho nacional vigente: en relación con el derecho de la sociedad a identificar a sus accionistas, se planteaba si debía establecerse algún límite cuantitativo y qué obligaciones deberían asumir los

intermediarios; para la transmisión de información sobre el ejercicio de los derechos de los accionistas, se preguntaba por la conveniencia de un plazo, tras la junta, para confirmar al accionista que sus votos fueron registrados y contabilizados; sobre la estrategia de implicación a largo plazo de inversores institucionales y gestores de activos, se planteaba sobre todo la exigencia de publicidad de las respectivas políticas de implicación; en relación con la política de remuneración y el informe de retribución de administradores, se planteaba, obviamente, el carácter de la votación en la junta y la posibilidad de excepciones temporales; y, en fin, a propósito de las operaciones con partes vinculadas, se preguntaba sobre la definición de importancia, el informe a añadir eventualmente al anuncio público, la votación en junta, con deber de abstención o no de los accionistas vinculados, la aplicación de requisitos y las excepciones. La enumeración de cuestiones consultadas coincidía, en efecto, con las opciones que la Directiva ofrecía a los Derechos nacionales. De las respuestas que se emitieron y se hicieron públicas, puede considerarse de especial interés, por la significación del remitente, la de la Asociación de Emisores Españoles, que puede encontrarse en su sitio web; además de responder a todas y cada una de las preguntas planteadas con nitidez (SÍ o NO), añadía argumentación en cada caso y terminaba planteando cuestiones adicionales en algunos temas, particularmente respecto de la identificación de accionistas, de la conveniencia de una regulación sustantiva más amplia de los asesores de voto, y del régimen de las operaciones vinculadas.

Varios meses después de efectuada la consulta pública, el Ministerio de Justicia solicitó a la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación que emitiera informe, con respuesta a las mismas cuestiones que planteó el Ministerio de Economía. A propuesta de los tres Vocales designados ponentes (Sr. Piñel López, Sr. Quijano González, Sra. Vergez Sánchez), la Sección aprobó el Informe en enero de 2019, con algunos pronunciamientos de interés. Entre otros, se mostraba favorable a mantener la regulación vigente (artículo 497 de la LSC), más amplia que la de la Directiva, en cuanto al derecho de las sociedades cotizadas a identificar a sus accionistas, y no tan favorable respecto de la exigencia de que inversores institucionales y gestores de activos apliquen una estrategia o política de implicación a largo plazo en la sociedad de

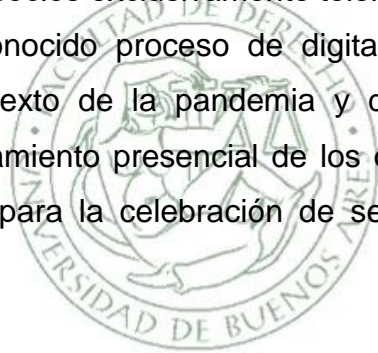
la que son accionistas, pudiendo suscitar conflicto con los intereses o preferencias de sus propios partícipes. En materia de retribución de administradores, optaba por mantener el carácter vinculante de la votación de la política de retribuciones y el alcance consultivo de la del informe anual de remuneraciones, sin perjuicio de las previsiones para la falta de aprobación o el resultado negativo, respectivamente, considerando también razonables las excepciones en la aplicación de la política de retribuciones. Finalmente, en relación con las operaciones vinculadas, el Informe se mostraba partidario de una única definición de “operación importante”, de que el anuncio público de la operación fuera acompañado de informe del órgano de administración, de mantener las reglas vigentes en cuanto a deber de abstención por conflicto de interés del socio, sin tampoco descartar la prohibición de votar, y de reconocer las excepciones de no aplicación de los requisitos que contempla la Directiva.

El paso siguiente consistió ya en la preparación y difusión, por el Ministerio de Economía y Empresa y con fecha de 24 de mayo de 2019, de un texto completo y articulado de Anteproyecto de Ley por la que se modifica el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital y otras normas financieras, para adaptarlas a la Directiva de 17 de mayo de 2017, que modifica la de 2007, en lo relativo al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. De nuevo fue sometido a consulta pública, por un breve plazo que concluyó el 14 de junio de 2019, y también de nuevo recayó sobre él un amplio Informe de la Sección Segunda, de Derecho Mercantil, de la Comisión General de Codificación, solicitado por el Ministerio de Justicia y aprobado en sesión de 16 de julio de 2019, a propuesta de una ponencia integrada por cinco vocales (los Srs. Alonso Ureba, León Sanz, Paz-Ares, Piñel López y Quijano González).

A esa versión del entonces Anteproyecto aún se incorporaron en distintos momentos nuevas materias, particularmente de reforma de aspectos concretos del régimen de las sociedades cotizadas. Ya en la fase final de este itinerario prelegislativo, el Consejo de Ministros de 3 de marzo de 2020, a propuesta del Ministerio de la Presidencia, reanudó la tramitación y remitió el texto al Consejo de Estado para emisión del preceptivo dictamen, que recayó el 11 de junio de 2020, sin observaciones esenciales. El siguiente paso, ya mencionado, fue la remisión a las Cortes por el Consejo de Ministros de 14 de

julio de 2020, a propuesta de los Ministerios de Asuntos Económicos y Transformación Digital y de Justicia, del Proyecto de Ley, que, una vez publicado en el BOCG de 7 de septiembre, inició su tramitación parlamentaria hasta convertirse en Ley vigente, que lleva fecha de sanción real del 12 de abril y fue publicada en el Boletín Oficial del Estado del 13 de abril de 2021.

Todavía, en el transcurso de esa tramitación parlamentaria, el proyecto experimentó algunos cambios, fuera por modificación de algunos de los preceptos que contenía, fuera por añadido o por supresión de otros. Muchos de estos cambios lo fueron solamente de matiz, o de relevancia no fundamental; pero otros han supuesto la incorporación al texto final de la Ley de nuevas reformas societarias, con especial alcance, como es, por ejemplo, la regulación de la figura de la “junta de socios exclusivamente telemática”, modalidad que ya venía impulsada en el conocido proceso de digitalización societaria y que recientemente, en el contexto de la pandemia y de las dificultades a ella asociadas para el funcionamiento presencial de los órganos sociales, ha sido ofrecida como alternativa para la celebración de sesiones y la adopción de acuerdos.



#### **IV.LA LEY DE 12 DE ABRIL DE 2021: REFORMAS EN LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL.**

Procede ya, finalmente, realizar un examen sintético del contenido del texto legal resultante del proceso que antes se ha descrito. Para ello, es oportuno distinguir, de un lado, la información general sobre su contenido, al menos reflejando los aspectos principales y el impacto experimentado por las diversas disposiciones afectadas, y, de otro lado, aproximar el análisis, con algo más de detalle, a las reformas que, particularmente, ha experimentado la vigente Ley de Sociedades de Capital como consecuencia de la aprobación de esta nueva ley de implicación de accionistas a largo plazo en las sociedades cotizadas; habrá entonces ocasión de apreciar que no sólo el régimen especial de las sociedades cotizadas ha quedado afectado, sino que también el régimen general de todas las sociedades de capital, sean anónimas o limitadas, ha sufrido algunos cambios de interés.



## *1. El contenido: aspectos principales.*

Como es habitual, y deseable para una mejor comprensión de los objetivos perseguidos, va precedido el texto legal de un interesante Preámbulo, en el que se evocan los objetivos loables de la implicación a más largo plazo a partir de una crítica bastante incisiva a las que denomina “estrategias de inversión cortoplacistas”, propias del “capitalismo trimestral” (sic), que presionan para que se generen y distribuyan beneficios financieros con inmediatez, para que se atiendan los resultados periódicos y para que se revaloricen las acciones lo antes posible, dejando de lado otros objetivos no financieros (se citan los de los trabajadores, o los del medio ambiente, además de los de la propia sociedad, de otros grupos de interés y del conjunto de la economía). De manera que, en expresión literal, la trasposición de la Directiva aportará “mejoras en el ámbito del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en España”, que beneficiarán la financiación a largo plazo, a la vez que aumentarán la transparencia del conjunto de agentes del mercado de capitales a los que se refiere la Directiva y de las propias sociedades en lo que atañe a las remuneraciones de sus administradores y a las operaciones con partes vinculadas.

Se describen a continuación las que se considera novedades procedentes de la Directiva, distribuidas en los bloques de materias afectadas (transparencia de inversores, gestores de activos y asesores de voto, con especial atención a las nuevas obligaciones de estos; identificación de accionistas; remuneraciones de administradores, a partir de la regla “say on pay”; y operaciones con partes vinculadas). Y se justifican, por fin, las “mejoras normativas” que se introducen al margen de la Directiva, en los aspectos que luego se indican y que han ido aumentando notablemente a medida que avanzaba la configuración del texto final, especialmente en el tránsito de las distintas versiones del Anteproyecto y en el paso último al Proyecto remitido al Parlamento.

Cabe, pues, ofrecer una síntesis mínima del contenido del Proyecto, recogiendo los tres aspectos que cabe distinguir: las novedades obligadas por la

propia trasposición de la Directiva; las opciones adoptadas en los asuntos en que la Directiva las permite; las materias ajenas a la Directiva, que se han incorporado por razón de oportunidad o conveniencia.

Un primer conjunto de novedades obligadas se proyecta especialmente sobre la legislación de instituciones de inversión colectiva (Ley de 4 de noviembre de 2003): así, las obligaciones que deben asumir las sociedades gestoras en cuanto a la política de implicación de accionistas y la integración con su propia política de inversión; o la información especial que deben proporcionar cuando prestan servicios de gestión de activos a entidades aseguradoras o a planes y fondos de pensiones. También la legislación de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (Ley 12 de noviembre de 2014) resulta afectada en cuanto a la política de implicación de tales entidades, lo mismo que la Ley de Auditoría de Cuentas, de 20 de julio de 2015, en algunos aspectos técnicos relacionados con el contenido del informe de auditoría.

Mayor calado tiene la reforma que se opera en el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, de 23 de octubre de 2015, agrupada en el artículo sexto, que alcanza 33 apartados. De un lado, porque a él se llevan las nuevas reglas sobre asesores de voto (códigos de conducta, publicación del informe anual, conflictos de interés) y sobre la política de implicación de las empresas de servicios de inversión, materias ambas procedentes de la Directiva; de otro, porque esta reforma se ha aprovechado para adecuar el régimen del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado al Reglamento comunitario de 14 de junio de 2017 sobre colocación de emisiones, aclarando el ámbito de aplicación del sindicato de obligacionistas, y para actualizar el sistema de infracciones y sanciones a las nuevas obligaciones incorporadas. También en este ámbito destacan algunas reformas puntuales, ajenas al ámbito armonizador de la Directiva, como, por ejemplo, la supresión de la obligación de publicar información financiera trimestral, como también la excepción a la obligación de comunicar participaciones significativas o de elaborar informe anual de gobierno corporativo, ambas sólo en ciertos casos, y especialmente esta última en el caso de emisores de valores para los que España no sea su Estado miembro de origen, o no tengan que difundir informe financiero anual. Destaca igualmente la

interesante actualización del régimen de la “exclusión de negociación voluntaria”, que entra en aplicación cuando la sociedad o entidad emisora decide retirar algún instrumento financiero cotizado de la negociación en un mercado de valores regulado, pues debe entonces promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos los valores afectados por la exclusión, sin perjuicio de las excepciones y dispensas que pueden reconocerse o concederse.

## *2. Las reformas en la Ley de Sociedades de Capital: en el régimen general y en el especial de las sociedades cotizadas.*

Pero las principales reformas, desde una perspectiva sustancial, recaen, sin duda, en la Ley de Sociedades de Capital, que es también donde las variaciones entre los distintos textos del Anteproyecto y del Proyecto han sido más significativas, hasta llegar a la Ley finalmente aprobada. Conviene recordar que, en esa evolución del iter prelegislativo y legislativo tuvo una influencia relevante el Informe que antes se citó, elaborado en el seno de la Comisión General de Codificación, en julio de 2019. Anticipando algunos de los asuntos que se expondrán a continuación, en que esa influencia es más visible, cabe destacar, por ejemplo, que en relación con la identificación de los accionistas, el Informe ofrecía un concepto de beneficiario último (“persona por cuenta de quien actúe la entidad intermediaria legitimada como accionista en virtud del registro contable, directamente o a través de una cadena de intermediarios”); completaba de forma muy notable el régimen de las novedosas acciones de lealtad; aclaraba el alcance de la sujeción al sistema estatutario y a la política de remuneraciones de la retribución de los distintos consejeros; sistematizaba el régimen de las operaciones vinculadas, tomando como referencia un concepto y un ámbito de aplicación con excepciones, a la vez que ordenaba las reglas de transparencia, con anuncio público, y de aprobación, por la junta o el consejo, y con carácter indelegable o no, con especial consideración de las operaciones intra grupo; y, además, se pronunciaba también, generalmente en sentido favorable o con pequeños matices, respecto de las demás modificaciones, tanto en la Ley de Sociedades de Capital, como en otras normas financieras, donde se recogen las obligaciones de transparencia y de desarrollo de políticas de implicación, en los términos previstos la Directiva.

Siguiendo, pues, el orden en que aparecen en la estructura sistemática de la Ley, hay unas primeras reformas que afectan, como ya se indicó, al régimen general de las sociedades de capital: así, en la relación de personas vinculadas a los administradores, del artículo 231, al efecto de extender a ellas las reglas de control de los conflictos de interés; en la introducción de un nuevo artículo 231 bis, para el tratamiento especial de las operaciones intragrupo, como categoría diferenciada dentro de las operaciones vinculadas, con reglas propias de aprobación en el contexto de los conflictos de interés; o en la afirmación de la regla de inscripción simultánea del acuerdo de aumento de capital y de su ejecución, suprimiendo las excepciones que se contenían en el apartado 2 del artículo 315 de la Ley de Sociedades de Capital.

El bloque principal que sigue a continuación acoge las numerosas reformas que se proponen para el régimen de las sociedades cotizadas, comenzando por algunos retoques en el propio concepto y ámbito de aplicación, y en la necesidad de que las acciones y obligaciones que pretendan cotizar estén representadas mediante anotaciones en cuenta.

Es también en este ámbito de la sociedad cotizada donde mejor se percibe la discontinuidad del criterio que ya había seguido el Proyecto, a propósito de las opciones que la Directiva ofrece en distintas materias: así, a título de ejemplo, y anticipando algunas referencias que luego se exponen en el lugar correspondiente, se mantiene la mayor amplitud del derecho de identificación de accionistas a favor de las asociaciones de éstos y de determinados socios, como ya está establecido, lo mismo que el carácter vinculante de la votación que debe aprobar cada tres años la política de retribuciones, que son cuestiones de diverso tratamiento en la Directiva; sin embargo, en las operaciones vinculadas se opta por el informe de la comisión de auditoría, dentro de las posibilidades que la Directiva ofrece, entre ellas añadir a la publicidad un informe de experto independiente, o se simplifican determinados requisitos en los supuestos generales de excepción, y se desgaja el supuesto de las operaciones intragrupo, llevándolo al régimen general, con posibilidad de delegar su aprobación por el órgano de administración en órganos delegados o en miembros de la alta dirección.

Entrando ya en la consideración de los aspectos principales, la primera cuestión afectada por la armonización de la Directiva es la del derecho de las sociedades cotizadas a **conocer la identidad de sus accionistas**, que se extiende al derecho a identificar a los “beneficiarios últimos” y al correlativo deber de las entidades intermediarias de proporcionar información, incluso entre sí cuando sean varias en cadena. Otras novedades de interés afectan a la transmisión de información de la sociedad a los accionistas y a los beneficiarios últimos; a la facilitación del ejercicio del voto por parte de las entidades intermediarias, que pueden también delegar el voto a cada uno de los beneficiarios últimos, y que deben aplicar en los servicios que prestan tarifas proporcionales, no discriminatorias y publicadas; o a la obligación de las sociedades de confirmar a sus socios la recepción, registro y contabilización de sus votos.

En el orden sistemático de la Ley de Sociedades de Capital aparecen luego algunas reformas, no requeridas por la trasposición de la Directiva, que se incorporaron al Proyecto en la fase final de su elaboración, ya que no estaban contempladas en el Anteproyecto, que afectan a diversos aspectos relacionados con el **aumento de capital**: así, al plazo de ejercicio del derecho de suscripción preferente, reducido a diez días, al régimen de exclusión del derecho, al informe de experto independiente, que se suprime con carácter general, a la determinación del precio, a la delegación del aumento en los administradores con facultad de excluir el derecho, que se limita al veinticinco por ciento del capital, a la suscripción incompleta, donde se invierte la regla para que sea eficaz salvo previsión expresa de lo contrario, a la emisión de obligaciones convertibles, y, de nuevo, a la delegación de la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente en este caso, donde también se limita la emisión en la misma cuantía que se limita el aumento del capital en esos casos, a fin de que los administradores no dispongan de un margen más elevado cuando tienen delegado el aumento o la emisión y también la facultad de excluir el derecho de preferencia de los socios. Hay que observar, no obstante, que alguna de estas reformas de última hora no son conformes con reglas que están incluidas en la Directiva del capital, una de las primeras en el tiempo, luego codificada junto con

otras posteriores; es el caso del plazo para ejercer el derecho de suscripción preferente y el de la regla inversa del aumento incompleto.

Tras depurar el artículo 512 que atribuye carácter obligatorio al reglamento de la junta general, matizar algunos puntos de la información general previa a la junta, y detallar el alcance de la transmisión de información y la facilitación del ejercicio del derecho de voto, al que antes se hizo referencia, debido a su vinculación en la Directiva con la identificación de los accionistas, la Ley se adentra en uno de los asuntos más novedosos, no requerido por la Directiva, y también polémico, como lo es el de las denominadas “**acciones con voto por lealtad**”. En efecto, por su significación, por su impacto en principios societarios tan tradicionales como el que impedía alterar la proporcionalidad entre valor nominal y derecho de voto mediante la concesión de privilegio en el voto, o voto plural, y por los efectos que puede tener sobre la estructura accionarial y de control en las sociedades cotizadas, esta figura de las “acciones de lealtad”, ya conocida en otros ordenamientos comparados de nuestro entorno, está llamada a convertirse en una de las referencias más significativas de esta reforma, en la que aparece como un incentivo o estímulo precisamente para la implicación de accionistas a largo plazo, consistente en atribuir un voto adicional a acciones mantenidas por su titular durante cierto periodo de tiempo. La figura fue recogida ya en una de las revisiones del todavía Anteproyecto, que estableció ese periodo en dos años, no puso inicialmente límite al voto plural (sólo hablaba de “voto adicional”), y remitía a los estatutos sociales para su acogida en las sociedades que quisieran introducirla, regulando las mayorías para su creación y eliminación, su cómputo a ciertos efectos, la acreditación del periodo de lealtad mediante un registro complementario, y la extinción, con alguna excepción, como consecuencia de la transmisión de las acciones beneficiadas. Muchos otros de los problemas que plantearía esa nueva figura no estaban previstos en aquel texto y así lo puso de manifiesto el Informe elaborado en la Comisión General de Codificación, al que antes se hizo referencia, con propuestas de regulación para todos esos asuntos que se consideraron problemáticos y con interesantes aportaciones en cuanto a la creación estatutaria de estas acciones, con límite de voto doble, y también en cuanto a su posible supresión, a su cómputo, al registro donde deben inscribirse y a su transmisión. Eso explica que en el Proyecto final

todo este conjunto de aspectos tuviera un tratamiento más completo y detallado, que pasó definitivamente a la Ley ya en vigor, como fácilmente se aprecia a la vista de los nuevos artículos 527 ter a 527 undecies, que han quedado incorporados en la Ley de Sociedades de Capital, dentro del régimen de las sociedades cotizadas.

Novedad importante es también la previsión de que los consejos de administración de las sociedades cotizadas estén compuestos en el futuro exclusivamente por **personas físicas**, modificación que el Preámbulo de la Ley atribuye a “razones de transparencia y de buen gobierno corporativo”, seguramente porque la peculiaridad de la persona jurídica administradora impedía una aplicación estricta de reglas de idoneidad y control del nombramiento. En todo caso, la excepción que contiene la Disposición Adicional Duodécima para las personas jurídicas del sector público, junto con el régimen transitorio previsto en el apartado 5 de la Disposición Transitoria, moderan en alguna medida el alcance de la nueva regla.

Interés especial revisten, por su significado y por los antecedentes, a menudo polémicos, de su actual regulación, dos materias tan relevantes desde la perspectiva del gobierno corporativo y la transparencia, como son la remuneración de los administradores y el tratamiento de las operaciones vinculadas que la sociedad pueda celebrar con quienes tienen esa condición de parte vinculada. Ambas fueron objeto de armonización por la Directiva, si bien en ambas se ofrecen a los Estado miembros opciones diversas en aspectos ciertamente significativos.

En cuanto a la **remuneración de los consejeros**, la nueva propuesta empieza por mantener el carácter de retribuido del cargo de consejero de las sociedades cotizadas, salvo disposición en contrario de los estatutos, suprimiendo el énfasis que añade el adverbio “necesariamente” en el texto vigente. De inmediato se detalla con más precisión la distinción ya existente entre la remuneración de los consejeros en su condición de tal y la remuneración de los consejeros por el desempeño de funciones ejecutivas, de manera que, una distinción que en el régimen general de la retribución de los administradores de las sociedades de capital ha motivado interpretaciones bien diversas, queda aquí consolidada y definida en lo que atañe a los consejeros de las sociedades

cotizadas. Sin embargo, una enmienda parlamentaria ha venido a exigir que la remuneración de estos consejeros delegados o con funciones ejecutivas, además de ajustarse a la política de remuneraciones aprobada en la junta, debe tener cobertura estatutaria, con la formalización, fijeza y publicidad que esto supone, siendo éste uno de los aspectos que venía resultando más controvertido. Otro tanto ocurre con la aprobación de la política de retribuciones de los consejeros, prevista en el artículo 529 novodecies, que experimenta una notable ampliación, a partir del principio de que las sociedades cotizadas deben establecer una política de remuneraciones de sus consejeros y de que sus accionistas tienen derecho a votarla en junta general, al menos cada tres años. En el nuevo texto se detallan con profusión los requisitos que debe tener dicha política, en lo formal y en lo material, se contempla la posibilidad de excepciones temporales, con ciertos requisitos, y se precisa la doble eventualidad de que la política de retribuciones sea rechazada por la junta y de que lo sea el informe anual de retribuciones que se somete a votación consultiva, con la necesaria consecuencia, respectivamente, de que habrá de aprobarse una nueva política o de que la vigente decaerá al celebrarse la siguiente junta general.

En el caso de las **operaciones vinculadas**, se incluye una definición, con excepciones, en parte remitida a las Normas Internacionales de Contabilidad y al Reglamento europeo para su aplicación, de 19 de julio de 2002. Su régimen comprende, por un lado, la publicación de información sobre tales operaciones, a más tardar en el momento de su celebración, cuando superen un determinado umbral cuantitativo, y de otro, la aprobación, por la junta o por el consejo, según su importancia económica, debiendo abstenerse en este caso el consejero afectado, o que represente o esté vinculado al accionista afectado, pero no los que representen o estén vinculados a la sociedad matriz en el consejo de la dependiente. La aprobación requiere informe previo de la comisión de auditoría del consejo, pero, en determinadas circunstancias en que el riesgo del conflicto de interés se entiende neutralizado (se trata de operaciones con condiciones estandarizadas, con precio tasado y de cuantía limitada), se permite la delegación de la aprobación por parte del consejo, y sin necesidad del citado informe previo. Este régimen se completa con reglas interpretativas de cálculo del valor, y, anteriormente, con las oportunas referencias, tanto en el listado de



las facultades indelegables del consejo, como en las competencias de la comisión de auditoría. Recuérdese, también, que, en el régimen general de los conflictos de interés, en los artículos 229, 230 y 231 de la Ley de Sociedades de Capital, se ha incluido la regla especial de tratamiento de las operaciones intragrupo, a la que se ya se hizo referencia.

Un último grupo de reformas se refiere a la inclusión de los **informes de gobierno corporativo y de retribuciones** en el informe de gestión, por parte de las sociedades emisoras de valores cotizados en un mercado regulado de cualquier Estado miembro de la Unión Europea, estando también ambos informes, y especialmente el de remuneraciones, afectados por la reforma en su estructura y contenido. Asimismo, las Disposiciones Adicionales Séptima y Novena, sobre competencias de supervisión de la CNMV y sobre comisiones del consejo de administración, respectivamente, resultan igualmente modificadas, a la vez que se añaden nuevas Disposiciones Adicionales, sobre especialidades relativas a las entidades integrantes del sector público, equiparación de sociedades con acciones admitidas en Sistemas Multilaterales de Negociación a las sociedades cotizadas, a ciertos efectos, y aplicación de normas a los aumentos de capital que se ofrezcan a suscripción previa a la cotización de la sociedad en mercados regulados o en sistemas multilaterales de negociación.

Finalmente, como también se anticipó, el tránsito del Proyecto por la tramitación parlamentaria hasta convertirse en Ley, dio ocasión para introducir en él algunas enmiendas de distinto alcance. Destaca entre ellas la que ofrece la posibilidad de que los estatutos sociales, mediante cláusula aprobada por dos tercios del capital presente o representado, autoricen a los administradores a convocar **juntas exclusivamente telemáticas** en todas las sociedades de capital, cuyo régimen procederá de la adaptación del legalmente previsto para las juntas presenciales; su celebración habrá de ir precedida de suficiente información a los socios, para el ejercicio de sus derechos, incluido el de información, y deberá garantizarse la identidad y legitimación de los asistentes como requisito necesario. De este modo, el Derecho societario español ha dado un paso significativo en el proceso de digitalización, aplicado ahora de forma ya ordinaria y estable al funcionamiento de los órganos sociales.