

# DECONOMI

## **“EVOLUCIÓN Y SISTEMA DE LA SOCIEDAD COTIZADA EN EL DERECHO ESPAÑOL”**

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

### **SUMARIO**

#### **1. INTRODUCCIÓN**

#### **2. LA SOCIEDAD COTIZADA EN LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL**

**2.1. Antecedentes: la materia refundida (Ley de Sociedades Anónimas y Ley del Mercado de Valores)**

**2.2. El régimen resultante en la Ley de Sociedades de Capital.**

**2.3. Las reformas posteriores: en especial las de 2011 y 2014.**

#### **3. LA SOCIEDAD COTIZADA EN EL ANTEPROYECTO DE CÓDIGO MERCANTIL**

**3.1. Planteamiento.**

**3.2. Las especialidades en materia de acciones y obligaciones.**

**3.3. Las especialidades en materia de órganos:**

**3.3.1. La junta general.**

**3.3.2. El consejo de administración**

**3.4. Otras especialidades: pactos parasociales; aumento y reducción de capital; información societaria.**

#### **4. REFLEXIÓN FINAL**

#### **1. INTRODUCCIÓN**

---

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

# DECONOMI

La evolución de la sociedad cotizada en el Derecho societario español ha seguido, con relativa fidelidad, un itinerario en el que, de forma paralela, se han ido encontrando y entrelazando tanto la progresiva configuración de su régimen jurídico, como la relevancia sistemática que se iba concediendo a la figura, por referencia al tronco común de la sociedad anónima. Ese contraste entre su concepción como una sociedad anónima con especialidades, o como una sociedad distinta, o un tipo propio, resultante de una singular mutación de la sociedad anónima común, ha constituido el hilo conductor de tal evolución, que es viene vidente en la sucesión de fases que ha seguido la construcción de su régimen jurídico en nuestro Derecho.

En efecto, en una fase inicial, que hoy podemos considerar ya sólo como antecedente de la situación actual en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), el régimen de la sociedad cotizada no iba más allá de un conjunto de reglas especiales dispersas, dentro de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 (LSA). Hasta que aquel peculiar Título X, incorporado en la Ley del Mercado de Valores (LMV) en 2003, no agrupó algunos preceptos procedentes de las recomendaciones de buen gobierno de la época (Código Olivencia, de 1998, y, especialmente a estos efectos por la influencia inmediata y directa en aquella reforma legislativa, Código Aldama, de 2003), la sociedad cotizada no había dispuesto de un espacio sistemático propio, capaz de dar cuenta de su creciente dimensión particular, o del progresivo grado de diferenciación que iba experimentando respecto del régimen general de la sociedad anónima.

La LSC, que se nutrió en la refundición de las dos leyes que regulaban separadamente los dos tipos de sociedades de capital, pero también del citado Título X de la LMV, vino a consolidar una opción sistemática razonablemente adecuada al estado de la sociedad cotizada en ese momento, en el que podía considerarse como una variante ya notablemente especial respecto de la sociedad anónima; algo más que un subtipo con especialidades, pero quizá todavía no un tipo claramente distinto, que mereciera incluso una legislación propia y separada. Todavía en esa misma dirección, pero con la nueva perspectiva que deriva de la integración del conjunto del Derecho societario en un cuerpo normativo más amplio, el Anteproyecto de Código

# DECONOMI

Mercantil (ACM), de 2013, avanzó algún paso más en la línea de la diferenciación, aproximando el régimen de la sociedad cotizada al de un tipo propio, con elevado grado de autonomía material y sistemática. De nuevo podría afirmarse que estas opciones de ubicación y ordenación de la sociedad cotizada, tanto en la LSC como en el ACM, se correspondían con la evolución y estado de desarrollo de su régimen jurídico en esta fase, que ha venido a intensificarse por efecto de las importantes reformas que en 2014 afectaron al Título XIV de la LSC, donde está acogida la sociedad cotizada, con posterior repercusión en la nueva versión del ACM, elaborada en 2018 con el fin de mantener el paralelismo entre ambos textos.

Introducida así la evolución sistemática de la sociedad cotizada, procederá examinar con más detalle cada uno de los pasos que ha seguido el citado itinerario para comprobar sobre el terreno si el volumen de identidad que ha alcanzado la figura, tanto en el ámbito societario, como en el del mercado de valores, aconseja avanzar aún más, hasta reconocer a la sociedad cotizada un estatuto propio, correspondiente a un tipo autónomo, que ya no expresa simplemente las especialidades respecto del tipo de procedencia, la sociedad anónima, sino que ofrece características particulares, relacionadas con su función, con el ámbito en que actúa, con las peculiaridades organizativas que derivan de los intereses en juego y, en fin, con la singularidad estructural que necesita su propia complejidad. Cabría entonces proponer, como opción de llegada en esta evolución, la configuración de la sociedad cotizada como un tipo especial, y no sólo como una variante especializada de un tipo común más amplio, por más que en su régimen contenga un elevado volumen de normas que tienen, y mantienen, esa procedencia. Lo que sería independiente del hecho de que su ubicación formal se mantuviera integrada en un conjunto normativo común del Derecho societario, sea ley, código propio, o parte de un código mercantil general, sin descartar la opción, más remota, de que, mientras se conserve la estructura actual de la materia societaria, todavía con cierta dispersión, la sociedad cotizada pudiera alojarse en un texto legislativo propio que expresara con más nitidez su creciente autonomía o su carácter de tipo diferenciado. Pero es obvio que tal punto de llegada requiere de un contraste y

# DECONOMI

de una reflexión más continuada y profunda que la aquí se trata de suscitar, en un planteamiento inicial de la cuestión.

## **2. LA SOCIEDAD COTIZADA EN LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL**

### **2.1. Antecedentes: la materia refundida (LSA y LMV)**

En el momento de elaborarse el Texto Refundido de la LSC, atendiendo el mandato que había sido recogido en la Disposición Final séptima de la Ley de Modificaciones Estructurales, en 2009, el material jurídico relacionado con la sociedad cotizada procedía, como ya se indicó, de una doble fuente: de un lado, un conjunto de especialidades dispersas que la LSA entonces vigente (se trataba, a su vez, del Texto refundido de la LSA, de 1989, con reformas posteriores) había ido acogiendo y situando en los preceptos del régimen general en que operaban como excepción, matización, variante o regla de aplicación alternativa; de otro lado, en el singular Título X de la LMV, donde se habían agrupado unas cuantas reglas procedentes de, o impulsadas por, recomendaciones de buen gobierno corporativo, una vez que el Informe Aldama consideró necesario elevar al rango de normas jurídicas algunas de esas recomendaciones, lo que se hizo mediante la denominada Ley de transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, de 17 de julio de 2003, que, a la vez que añadía ese Título X en la LMV, también modificaba la LSA, introduciendo algunas normas de aplicación más propia en la sociedad cotizada, aunque se incorporaran al régimen general de la sociedad anónima en muchos casos.

El conjunto de especialidades que con el paso del tiempo se habían ido insertando en la LSA se corresponde bien con las que pasaron a integrar el Título XIV de la LSC en 2010, pues no en vano ésta debía acogerlas en cumplimiento del mandato de refundición. Así, por ejemplo, la representación de las acciones mediante anotaciones en cuenta, del artículo 60; el tratamiento del dividendo preferente en los artículos 50 y 91, éste para las acciones sin voto; las acciones rescatables de los artículos 92 bis y ter; el derecho de suscripción preferente en caso de usufructo de acciones en el artículo 70; el régimen de exclusión de tal derecho, especialmente en caso de delegación del aumento de

# DECONOMI

capital en los administradores, etc., procedían de la LSA, aunque no todas estas reglas estaban en su texto original de 1989, sino que algunas habían sido incorporadas posteriormente en sucesivas reformas. La ya mencionada Ley de transparencia, de 2003, en concreto, introdujo en la LSA algunos cambios (en el voto o representación a distancia, de los artículos 105 y 106; en el derecho de información, del artículo 112; en los deberes de los administradores, en los artículos 127, bis, ter y quáter, con el especial despliegue de los deberes de diligencia, fidelidad y lealtad) que, siendo de aplicación general, tenían especial sentido en la sociedad cotizada, fuera por expresa indicación del precepto, fuera por adecuación a su ámbito propio.

La otra fuente de material a refundir, con independencia de que su contenido y alcance fueran más bien parcos, era el Título X de la LMV (artículos 111 a 117 de aquel texto), de especial interés en la evolución normativa de la sociedad cotizada, pues significó la primera agrupación sistemática, bajo un rótulo expreso (“De las sociedades cotizadas”), de reglas jurídicas específicas para esta sociedad. Se abrió el Título con una delimitación del ámbito de aplicación, utilizando un concepto simple de sociedad cotizada (“sociedades anónimas cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado oficial de valores”) y añadiendo una indicación de régimen aplicable (lo previsto en el Título, como derecho especial, las disposiciones de las sociedades anónimas, como derecho supletorio general, y las demás normas que sean de aplicación en cada caso, como referencia implícita al derecho sectorial particular).

El resto del conjunto normativo, distribuido en capítulos, tenía por objeto, en primer lugar, someter los pactos parasociales, fueran de voto o de bloqueo, a un régimen de transparencia que incluía la comunicación a la CNMV, la publicación como hecho relevante y el depósito en el Registro Mercantil, con advertencia de ineficacia respecto del derecho de voto y de la transmisión mientras no se cumplieran tales medidas. Venían a continuación las especialidades en materia de órganos sociales: la obligación de disponer de un reglamento para la junta general y de otro para el consejo de administración, que debían ser comunicados a la CNMV e inscritos en el Registro Mercantil; la inclusión, dentro de un precepto rotulado como “deberes de los administradores”, de un particular deber de abstención en la junta general de administradores que

# DECONOMI

hubieren obtenido la representación de acciones mediante solicitud pública y se encontraran en conflicto de interés respecto de los asuntos que se citaban (nombramiento, cese, ejercicio de acción social de responsabilidad y operaciones vinculadas, que, además, debían mencionarse en la memoria anual), así como de un deber de no utilizar información privilegiada para realizar, o sugerir realizar, operaciones sobre valores de la propia sociedad. Finalmente, un aspecto entonces ciertamente novedoso se refería a la información societaria, donde se incluía el germen originario del informe anual de gobierno corporativo (el artículo 116, luego desarrollado en detalle, contenía ya la sistemática básica del informe, donde se distinguía la estructura de propiedad de la sociedad, la estructura de la administración, las operaciones vinculadas, los sistemas de control de riesgos, el funcionamiento de la junta general y el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento, en una inicial formulación del principio “cumple o explica”); además, y bajo una mención genérica a los instrumentos de información que las sociedades cotizadas debían disponer para cumplir las obligaciones exigidas de publicidad, se recogía ya la concreta necesidad de disponer de una página web, para atender al ejercicio del derecho de información de los socios y para difundir las informaciones relevantes cuando así se requiriera. Tal conjunto normativo, contemplado desde la perspectiva de lo que entonces suponía acoger esas reglas procedentes de recomendaciones de buen gobierno y en combinación con las que permanecían ubicadas como tales en los Códigos de la época, no era desdeñable como base para empezar a configurar un ámbito propio de la sociedad cotizada en aquel momento.

## **2.2. El régimen resultante en la LSC**

El Texto Refundido de la LSC, aprobado por el Real Decreto Legislativo de 2 de julio de 2010, acogió la materia objeto de refundición en un título propio, el Título XIV, expresamente dedicado a las “Sociedades Anónimas Cotizadas”. Si hasta ahora, como ya se indicó, las normas precedentes se encontraban dispersas, de un lado como especialidades incrustadas en el régimen general de la sociedad anónima en la LSA de 1989, y de otro, como el

# DECONOMI

incipiente bloque incorporado en 2003 en el Título X de la LMV, el nuevo Título XIV de la LSC ofrecía una sistemática mucho más acorde con el grado de singularidad que la cotizada iba adquiriendo, tal como se expone sintéticamente a continuación.

El artículo 495, que por sí mismo integraba un Capítulo I, de Disposiciones generales, recogía el concepto ya conocido de la sociedad cotizada (sociedad anónima cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores), tomado del artículo 111 de la LMV, con una única variación, pues se añadía ahora el término “secundario”, como precisión respecto del mercado de valores donde se producía la admisión a negociación de las acciones. Asimismo, el precepto acogía también la regla, de igual procedencia, sobre prelación de normas a aplicar, con la conocida prioridad de las especiales respecto de las comunes de la sociedad anónima.

A partir de ahí, comenzaba la primera experiencia de ordenación sistemática de las normas particulares de la cotizada, presentadas siempre como “especialidades” por materias, con un criterio ciertamente clásico, pues es el que ha orientado la disposición normativa de la sociedad anónima tradicionalmente.

Así, el Capítulo II agrupaba las reglas especiales en materia de acciones, comenzando por su necesaria representación en anotaciones en cuenta, tanto para acceder a la cotización, como para permanecer admitidas, regla que procedía de la propia LMV, a la que el artículo 60 de la LSA de 1989 se remitía sin más, y que se completaba con la amortización de pleno derecho de los títulos transformados en anotación en cuenta. A ello se había añadido, en términos inicialmente simples en el artículo 497, el derecho a conocer la identidad de los accionistas por parte de las sociedades emisoras, formulado como obligación de proporcionar los datos necesarios por parte de las entidades encargadas de llevar los registros de valores representados por medio de anotaciones en cuenta. Las demás reglas, ordenadas en Secciones dentro del Capítulo, se referían sucesivamente a las acciones con derecho a un dividendo preferente, de obligado reparto cuando hubiera dividendo distribuable, con aplicación del régimen previsto al respecto para las acciones sin voto; a las acciones rescatables, trayendo aquí lo que la LSA, tras la reforma experimentada

# DECONOMI

en 1998, disponía en relación con la emisión y la amortización de estas acciones; y a las acciones sometidas a usufructo, en relación con el cálculo del valor de nuevas acciones suscritas a las que se extendiera el usufructo, o con la compensación a satisfacer cuando el usufructo se extinguiera, o no se extendiera a nuevas acciones por falta de suscripción del nudo propietario, ya que entonces debería tomarse en cuenta el precio medio de cotización en los periodos establecidos.

El Capítulo III acogía las especialidades en materia de suscripción de acciones, cuestión ésta de mayor complejidad, pues el régimen general inicialmente establecido en la LSA de 1989 había experimentado notables modificaciones, en reformas de 1998 y 2002, sobre todo en lo referido a la exclusión del derecho de preferencia, y muy en particular en el caso de las sociedades cotizadas. De manera que lo que ahora hacían los artículos 503 a 508 de la LSC era ordenar esas reglas que ya venían dispuestas para la sociedad cotizada: así, el plazo mínimo para ejercer el derecho de suscripción (que el artículo 158 de la LSA tenía fijado en 15 días, al menos para las sociedades cotizadas); la distinción entre el régimen general y el especial de exclusión del derecho de preferencia, basada en la posibilidad de las sociedades cotizadas de emitir nuevas acciones a cualquier precio superior al valor neto patrimonial determinado por el auditor; la delegación en los administradores de la facultad de exclusión del derecho de suscripción preferente respecto de las nuevas acciones emitidas, cuando la junta general les hubiera delegado la facultad de aumentar el capital; la obligación de comunicar a la CNMV el fracaso total o parcial, por suscripción incompleta, de un aumento de capital en cuya verificación inicial hubiera intervenido; y, finalmente, la especialidad en cuanto a la cancelación de la inscripción de un aumento de capital por el transcurso de un año sin inscribir la escritura de ejecución del acuerdo, con la consiguiente restitución de las aportaciones realizadas.

El Capítulo IV, integrado por un único artículo sobre el límite máximo de la autocartera, se limitaba a recoger la especialidad del máximo del diez por ciento, procedente de la reforma de la LSA en 2009, a su vez motivada por la reforma de la Segunda Directiva comunitaria en esta materia. También el Capítulo V, referido a la emisión de obligaciones, declaraba inaplicable el límite

# DECONOMI

máximo a la emisión, lo que ha perdido significado tras la reforma de 2015 en la materia, una vez que el artículo 401 sólo mantiene el límite para la sociedad limitada, y extendía la delegación en los administradores de la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente, en caso de delegación de la emisión de obligaciones convertibles, como ya se hacía en la emisión de acciones, teniendo en cuenta que tal derecho había quedado reservado exclusivamente a los accionistas, conforme al artículo 416 y en virtud de la Sentencia del TJUE de 18 de diciembre de 2008, que había estimado incorrecto que tal derecho pudiera ser también ejercitado por obligacionistas de emisiones anteriores.

Los siguientes Capítulos VI y VII estaban dedicados a recoger las especialidades relativas a los órganos sociales, en aquel momento ciertamente limitadas si se comparan con lo que posteriormente ha ocurrido en esta materia. En efecto, a propósito de la junta general, se traían aquí las reglas que la LMV había incluido en el Título X: el carácter obligatorio del reglamento de la junta, aprobado por ella misma con el quorum legal ordinario, salvo que lo hubiera superior en los estatutos, y sometido a doble publicidad, por el Registro Mercantil y por la CNMV; y el deber de abstención de voto en la junta general de los administradores que hubieran formulado solicitud pública de representación, respecto de las acciones representadas y de los acuerdos en que estuvieran en conflicto de interés, con enumeración estuvieran o no en el orden del día, de un mínimo de casos (nombramiento, cese, acción social de responsabilidad y operaciones vinculadas). A estas especialidades referidas a la junta se había añadido en 2010, e incorporado directamente a la LSC, otra de elevada significación, como era la nulidad de las cláusulas estatutarias que limitaran el número máximo de votos a emitir por un mismo accionista o sociedades pertenecientes al mismo grupo, de manera que, si una sociedad anónima que tuviera tal cláusula en sus estatutos resultaba admitida a cotización posteriormente, debía eliminarla en el plazo de un año, teniéndose por no puesta a partir de entonces. Ocurrió, no obstante, que otra reforma de 2012, en sentido contrario, restableció la posibilidad de estas cláusulas limitativas, incluso para la actuación en forma concertada, si bien quedarían sin efecto tras una oferta pública de adquisición que alcanzara un porcentaje igual o superior al 70% del capital con derecho a voto, salvo que el oferente no estuviera sujeto a medidas

# DECONOMI

de neutralización equivalentes o no las hubiera adoptado, siendo éste el régimen que permanece en la actualidad. Más simple era aún el ámbito de especialidad en la administración societaria en aquel momento, ya que solamente alcanzaba al carácter obligatorio del reglamento del consejo de administración y a la correspondiente publicidad de tal instrumento, pensado para complementar el régimen interno y de funcionamiento orgánico, dentro del marco legal y estatutario.

Por su parte, el Capítulo VIII incorporaba las reglas sobre pactos parasociales sujetos a publicidad, también procedentes de la LMV, donde se les definía por razón de su contenido (pactos sobre el ejercicio del derecho de voto en la junta general o que restrinjan o condicionen la libre transmisión de acciones, obligaciones convertibles o canjeables) y se sometía a la doble publicidad registral y como hecho relevante, tras la comunicación a la CNM, tanto su celebración, como su prórroga o modificación, quedando legitimado cualquier firmante para realizar las comunicaciones o el depósito exigido, teniendo en cuenta que, mientras no se efectuara tal publicidad, el pacto carecería de efectos en las materias indicadas; la regla se extendía también a pactos entre socios de una entidad que ejerciera el control sobre una sociedad cotizada, pero se reconocía también la posibilidad de excepcionar temporalmente la publicidad, total o parcial, mediante dispensa de la CNMV, cuando pudiera ocasionar un grave daño a la sociedad afectada.

Finalmente, el Capítulo IX agrupaba ahora toda la especialidad sobre la información societaria; tanto la que estaba más dispersa en la normativa societaria contable (así, cuando la sociedad estuviera admitida a cotización en un mercado regulado de cualquier Estado miembro de la Unión Europea, la prohibición de formular cuentas abreviadas, el deber de información complementaria en la memoria, y la inclusión del informe de gobierno corporativo en el informe de gestión, si bien no se incluyó en el TR de la LSC el detalle sobre su estructura que sí estaba en el artículo 116 de la LMV), como otras peculiaridades diversas (así, la extensión del derecho de información, luego suprimida, a la que se hubiera facilitado a la CNMV desde que se celebró la anterior junta general, o la ampliación de instrumentos especiales de información, pues a la obligación de disponer de una página web, que ya estaba

# DECONOMI

en el Título X de la LMV, se unía ahora la habilitación en ella del Foro Electrónico de Accionistas y la posibilidad de constituir Asociaciones específicas y voluntarias de accionistas, quedando su régimen remitido a un desarrollo reglamentario aún pendiente).

Como bien se aprecia por la observación en conjunto del régimen resultante de la refundición de la LSC en 2010, quedó en ella configurada una base de suficiente entidad para avanzar en su tipología diferenciada. El proceso posterior, con reformas y replanteamientos, tanto de contenido como de sistemática, confirma el sentido de esa evolución en los términos que se describen a continuación.

## **2.3. Las reformas posteriores: en especial, las de 2011 y 2014.**

Con posterioridad a la refundición de 2010, la LSC ha sido objeto de importantes reformas de distinto origen. Unas veces se trataba de incorporar el contenido de Directivas comunitarias referidas a las sociedades cotizadas, estando pendientes de trasposición otras en el próximo futuro; otras veces era la propia evolución de las recomendaciones de buen gobierno lo que motivaba la traslación al texto legal de reglas contenidas en los Códigos, o auspiciadas en ese contexto del buen gobierno corporativo; otras, en fin, han tenido motivos más singulares, no exentos de interés, aunque en un nivel distinto al de las principales reformas.

Ejemplo de estas reformas más puntuales es la introducida por la Ley de Economía Sostenible, de 4 de marzo de 2011, en el artículo 497, sobre el derecho a conocer la identidad de los accionistas, precisando más su contenido y alcance; o también la introducida, en 2012, por la Ley de simplificación de obligaciones formales relativas a las modificaciones estructurales, que afectó al régimen de la página web, obligatoria en las sociedades cotizadas, con efectos importantes, entre otros, en la convocatoria de la junta general; o la más reciente, derivada de la Ley de 28 de diciembre de 2018, sobre información no financiera, que obliga a las sociedades cotizadas, como un aspecto del principio de igualdad de trato a los accionistas, a proporcionar el apoyo necesario a personas con discapacidad y personas

# DECONOMI

mayores para que puedan ejercer los derechos de información y voto, y añade la descripción de la política de diversidad como nueva materia a incluir en el apartado de la estructura de la administración, dentro del informe anual de gobierno corporativo, en el artículo 540; o, en fin, el cambio producido en el artículo 505, sobre exclusión del derecho de suscripción preferente, donde la nueva Ley de Auditoría de Cuentas, de 20 de julio de 2015, sustituyó “auditor” por “experto independiente” a propósito de la elaboración del informe sobre el valor patrimonial neto de las acciones.

Pero, sin duda, las de mayor calado son las reformas que tuvieron lugar en 2011 y 2014; la primera motivada por la incorporación de la Directiva de 2007, sobre ejercicio de derechos por los socios; la segunda, por ese objetivo de mejora del buen gobierno, relacionado con la propia evolución de las recomendaciones, a partir del llamado Código Unificado de Buen Gobierno, de 2006. Cada una de ellas merece una breve consideración.

La reforma operada por la **Ley de 1 de agosto de 2011** afectó principalmente el régimen de la junta general de la sociedad cotizada, en el que se añadió una Sección 2ª, bajo el título de “Funcionamiento de la junta general”, con tres Subsecciones (Disposiciones generales; Participación en la junta por medio de representante; Votación de acuerdos), que alcanzaban desde el artículo 514 al 527. Lo que ya estaba en el texto de 2010 (reglamento de la junta, derecho de voto de los administradores en caso de solicitud pública de representación; nulidad de las cláusulas limitativas del derecho de voto) permaneció, cambiando los correspondientes artículos de numeración; pero se añadió todo un conjunto de reglas que configuraban un régimen de la junta general de la sociedad cotizada, ya no tanto con especialidades por referencia al régimen general, sino más bien como un régimen propio, que se abría con la invocación de un principio de igualdad de trato que las sociedades cotizadas debían garantizar a todos los accionistas que se hallen en la misma posición, en lo referido a la información, la participación y el ejercicio del derecho de voto en la junta general.

Los aspectos que resultaban ser objeto de tal régimen propio eran, por este orden: en primer lugar, la convocatoria de la junta (plazo, publicidad,

# DECONOMI

contenido del anuncio, con expresa referencia a la información a proporcionar a los accionistas) y la información a proporcionar (información previa a la junta a través de la página web, derecho de minoría a completar el orden del día y a presentar nuevas propuestas de acuerdo, ejercicio del derecho de información y participación a distancia), todo ello formando parte de las Disposiciones generales en materia de funcionamiento de la junta general; en segundo lugar, la participación en la junta por medio de representante, con reglas sobre la representación del accionista, concebida como un derecho no limitable, sobre el conflicto de interés del representante, con enumeración ejemplificativa de situaciones de potencial conflicto, y sobre las relaciones entre el intermediario financiero y sus clientes a los efectos del ejercicio del derecho de voto, que podría ser en forma divergente y que podría ser delegado en tercero delegado por el cliente; en tercer lugar, la votación de los acuerdos, donde se incluían las dos reglas ya establecidas con anterioridad (voto por administrador en caso de solicitud pública de representación y nulidad de cláusulas limitativas del voto) y se añadía otra más novedosa sobre la forma de establecer el resultado de la votación y su publicación en la página web de la sociedad.

Mayor impacto en el régimen de la sociedad cotizada tuvo la reforma introducida por la **Ley de 3 de diciembre de 2014**, para la mejora del gobierno corporativo. Esta reforma, en efecto, trasladó un conjunto de recomendaciones de buen gobierno al texto legal, convirtiéndolas, con discutible técnica, en normas a menudo imperativas, e insertándolas, en algunos casos en el régimen general de las sociedades de capital, tanto anónimas como limitadas, y en otros en el ámbito propio de las especialidades de la sociedad cotizada, de manera que éste quedó ampliamente afectado, tanto en lo cualitativo como en lo cuantitativo, además de la consecuencia indirecta que supuso la elaboración de un nuevo Código de Buen Gobierno en 2015, para sustituir al Código Unificado de 2006, vaciado en parte por la indicada técnica.

La primera manifestación de la reforma de 2014, de especial importancia por su alcance, consistió en establecer requisitos propios para ejercer derechos de minoría (tres por ciento del capital en vez del cinco por ciento general, y uno por mil para la legitimación para impugnar acuerdos sociales), así como reducir de un año a tres meses el plazo de impugnación de acuerdos que

# DECONOMI

no sean contrarios al orden público. Asimismo, el derecho de la sociedad a conocer la identidad de sus accionistas se extendió también a las asociaciones de accionistas constituidas en la sociedad emisora que representen al menos el uno por ciento del capital, e incluso a socios que alcancen, individual o conjuntamente, al menos el tres por ciento, pero sólo a efectos de facilitar la comunicación entre accionistas para el ejercicio sus derechos y la mejor defensa de sus intereses comunes, con advertencia de responsabilidad por daños y perjuicios en caso de utilización abusiva o perjudicial de la información solicitada, y manteniendo la remisión a un desarrollo reglamentario que concrete los aspectos técnicos y formales, que en buena medida han sido ya armonizados por el Reglamento europeo de 3 de diciembre de 2018, para la ejecución de la Directiva de 2007 sobre ejercicio de derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas.

A partir de ahí, las principales reformas afectaron al régimen de los órganos sociales de la sociedad cotizada, teniendo en cuenta la finalidad de mejora del buen gobierno corporativo. En el caso de la junta general, destacan en primer lugar las dos novedades incorporadas: el listado de competencias adicionales de la junta, en el artículo 511 bis, complementario del listado general de materias reservadas en el artículo 160, y la fijación, en el artículo 521 bis, de un máximo de mil acciones como límite del número mínimo exigido en los estatutos para asistir a la junta. Las demás modificaciones afectaban a aspectos del régimen de la junta que ya tenían regulación: así, en el artículo 518, en cuanto a la información que debe publicar la página web de la sociedad desde el anuncio de la convocatoria hasta la celebración de la junta; en el 519, respecto del derecho a completar el orden del día y a presentar nuevas propuestas de acuerdo, que se había introducido en 2011, donde ahora quedaba reducido al tres por ciento del capital el porcentaje para ejercer tal derecho de minoría; en el 520, para matizar algunos aspectos del ejercicio del derecho de información del accionista, principalmente cuando se tratara de información disponible en la página web; y, finalmente, en el 524, donde se eliminaron algunas equívocas referencias al ejercicio del voto en el contexto de las relaciones entre el intermediario financiero y sus clientes, manteniendo lo relativo a la delegación de la representación por el intermediario en los titulares indirectos o en terceros,

# DECONOMI

sin límite del número de delegaciones, y a la posibilidad de fraccionar el voto y emitirlo de forma divergente por las entidades legitimadas como accionistas cuando reciban instrucciones de voto diferentes.

Mayor aún ha sido el impacto en las especialidades de la administración societaria: donde el texto anterior sólo recogía la necesidad de disponer de un reglamento del consejo y de darlo publicidad, se ha incluido ahora un régimen prácticamente completo del consejo de administración, canalizado a través del singular despliegue, de sobra conocido, desde el artículo 529 bis hasta el 529 novodecies. La materia incorporada comienza estableciendo el carácter necesario del consejo de administración, que debe velar por la observancia de criterios de diversidad en la selección de sus miembros (aspecto éste incluido luego, en 2018, por la Ley de información no financiera), para enumerar a continuación un amplio listado de competencias indelegables, que se añaden al listado, también amplio, del 249 bis, en el régimen general del consejo, lo que ha venido a configurar un “núcleo duro de supervisión” en la función de control y vigilancia del consejo, incidiendo así con fuerza en la tendencia dual que hoy también orienta los modelos tradicionalmente unitarios o monistas. Las especificaciones en cuanto al deber de asistencia y a la información de los consejeros concretan aquí aspectos fundamentales del deber general de diligencia previsto en el artículo 225; se perfilan las posiciones de los cargos unipersonales (presidente y secretario), con enumeración de funciones y con la novedosa previsión de un consejero coordinador cuando el presidente sea un consejero ejecutivo; se obliga a una evaluación anual del desempeño del consejo; se ordenan especialidades para el nombramiento y la reelección de consejeros; y se fija una duración del mandato por determinación estatutaria, con un máximo de cuatro años, y posibilidad de reelección, una o varias veces, por periodos de igual duración máxima. Pero, junto a esto, la más amplia atención se dedica a la composición y organización del consejo, con una detallada definición de las categorías de consejeros, distinguiendo los ejecutivos y el resto (dominicales, independientes, definidos éstos de manera especialmente particular, y otros externos, sin concretar en este caso), y una regulación de las comisiones internas del consejo, en las que se distingue un ámbito facultativo de comisiones voluntarias y otro obligatorio, integrado por las dos comisiones

# DECONOMI

mínimas necesarias, la de auditoría y la de nombramientos y retribuciones, cuyos aspectos básicos de composición y funciones quedan establecidos en la propia ley, como mínimo normativo, sin perjuicio de la remisión a los estatutos de la sociedad y al reglamento del consejo. Finalmente, la última parte del bloque de preceptos en materia de administración societaria está dedicada a las especialidades en materia de retribuciones de los consejeros, partiendo del principio de que el cargo es necesariamente remunerado; frente a las conocidas divergencias que ha venido suscitando el asunto de la retribución en el régimen general de los administradores de las sociedades de capital, compuesto de elementos dispersos en los artículos 217 y siguientes y 249, en el ámbito de la sociedad cotizada es más nítida la distinción entre la remuneración de los consejeros en su condición de tal y la remuneración de los consejeros por el desempeño de funciones ejecutivas, en ambos casos ajustadas a la política de remuneraciones, que debe atenerse al sistema previsto en los estatutos y aprobarse cada tres años por la junta general, salvo que, por rechazo del informe anual sobre remuneraciones, la política a aplicar para el siguiente ejercicio deba ser sometida a la junta con carácter previo aunque no hayan transcurrido los citados tres años.

Los restantes aspectos del régimen de la cotizada son los que procedían de la LSC de 2010, con las reformas ya señaladas que se introdujeron en 2011; así, las reglas sobre los pactos parasociales, y la llamada información societaria, que comprende las especialidades en las cuentas anuales, en la memoria y en el informe de gestión, además de los instrumentos especiales de información. Es precisamente en éstos donde se han introducido novedades por la reforma de 2014, con carácter general: así, en el contenido de la página web, donde se alberga el foro electrónico de accionistas; en los aspectos básicos de las asociaciones de accionistas; y, sobre todo, en la incorporación al texto legal de los dos informes anuales obligatorios, el de gobierno corporativo, en el artículo 540, con especial detalle, que recupera el precedente de la LMV, cuyo artículo 116 no pasó al TR de la LSC en 2010, quedando remitido en su estructura a las sucesivas Órdenes Ministeriales (actualmente, la de 20 de marzo de 2013), y el más novedoso, sobre remuneraciones de los consejeros, con información general y particular, también desarrollado por la misma Orden Ministerial.

# DECONOMI

Hasta aquí la evolución de la sociedad cotizada que conduce a la situación actual; a partir de aquí, lo que hay son sólo, y de momento, previsiones de futuro. La más particular, la que atañe a la eventualidad de que un nuevo texto codificado pueda ver la luz en algún momento, lo que situaría a la sociedad cotizada en un nuevo contexto sistemático, dentro de un ámbito general e integrado del Derecho de Sociedades. El precedente de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles, elaborado en 2002 en el seno de la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, apuntó ya en esa misma dirección sistemática. La sociedad cotizada ocupaba un Libro diferenciado, el Libro III de aquella Propuesta, en el que se sucedían unas Disposiciones Generales, sobre ámbito de aplicación, admisión a cotización, capital mínimo, número mínimos de acciones y accionistas y concepto de minoría, con criterio decreciente, seguidas de especialidades en distintos aspectos (por este orden: pactos parasociales sujetos a publicidad, acciones y obligaciones, órganos sociales, aumento y reducción del capital, pérdida de la condición de sociedad cotizada). Más recientemente, la preparación del Anteproyecto de Código Mercantil (ACM) ha vuelto a ofrecer ocasión para el debate sobre la naturaleza de la sociedad cotizada y la sistemática más acorde con ella. El ACM fue elaborado teniendo presente tanto la Propuesta citada de 2002, como el TR de la LSC de 2010, y de ambas influencias surgió la versión inicial elaborada en 2013, también en la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación. Con posterioridad, el ACM, en una segunda versión fechada en 2017, una vez dictaminado por el Consejo de Estado, ha recogido las reformas experimentadas hasta entonces por la LSC, en una tarea de actualización que se ha prolongado posteriormente cada vez que ha tenido lugar alguna nueva modificación del TR de la LSC y que, previsiblemente, tendrá continuidad a medida que se vayan incorporando las recientes Directivas que están pendientes de trasposición, especialmente en lo que afectan de manera particular a las sociedades cotizadas, como es el caso de la llamada Directiva de fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, aprobada ya en 2017, como reforma de la de derechos de socios de 2007, pues las demás (Directivas de digitalización de las sociedades, de

# DECONOMI

operaciones transfronterizas y, en alguna medida, de reestructuración preventiva, todas ellas de 2019) tienen un alcance más general.

Convendrá, pues, ofrecer a continuación una panorámica sintetizada de la orientación del régimen de la sociedad cotizada en el ACM, como complemento útil de la reflexión sobre la evolución seguida por la figura, a partir de la perspectiva de futuro que eventualmente pueda plantearse. Se trata, en suma, de un paso más en esa evolución, que, aunque no tenga el carácter de norma reguladora vigente, constituye un hito importante para la continuidad de la reflexión planteada.

## **3. LA SOCIEDAD COTIZADA EN EL ANTEPROYECTO DE CÓDIGO MERCANTIL**

### **3.1. Planteamiento.**

El Título VIII del Libro II del ACM acoge la sociedad cotizada como un subtipo especializado de la sociedad anónima al que se ha pretendido reconocer una cierta autonomía que empieza por manifestarse en su propia ubicación sistemática, lo que se aprecia bien si se compara esta opción con la que se ha seguido en el caso de la sociedad anónima europea, anclada junto a la sociedad anónima en el Capítulo IV del Título III (“De las sociedades de capital”).

La propia Exposición de Motivos del ACM resulta sumamente reveladora al explicar con especial empeño esta orientación: su apartado 10 empieza reconociendo el “nivel creciente de identidad propia” de la sociedad cotizada, que hace discutible su consideración como mero subtipo o como variante de la sociedad anónima, para justificar luego el ámbito de regulación en el texto articulado, que se extiende a los aspectos societarios y estructurales de la figura y remite los que tienen relación con la actividad de la sociedad cotizada en el mercado a la legislación del mercado de valores o a la normativa sectorial de aplicación.

En la medida en que sea posible y más clarificador, es interesante enfocar el análisis combinando los criterios que orientaron la redacción inicial

# DECONOMI

del ACM, de 2013, y su resultado articulado, con las modificaciones introducidas posteriormente, hasta llegar a la nueva versión de 2018, como antes se señaló, tomando como punto de partida el concepto de sociedad cotizada finalmente acogido (281-1): se trata de un concepto simple, extendido a sociedades anónimas y comanditarias, que pone el énfasis en la admisión a negociación de las acciones en un mercado secundario oficial de valores. De él ha desaparecido la referencia a la negociación en sistemas multilaterales debidamente reconocidos, como también un conjunto de requisitos (capital social mínimo, desembolso íntegro y número mínimo de acciones) que cabe considerar más relacionados con la admisión a cotización, que exige acuerdo de la junta general, que con la configuración conceptual de la sociedad cotizada. También en el primer texto se incluía una regla de inaplicabilidad del régimen legal del derecho de separación en las sociedades cotizadas, consecuencia de que los accionistas no dispongan de tal derecho en estas sociedades, regla que no contiene el nuevo texto y que fue remitida como excepción a la regulación de la separación en las sociedades de capital.

El régimen jurídico, por su parte, queda construido a partir de la relación entre lo especial y lo general que corresponda al tipo, de manera que, en lo que no haya previsión expresa en el Título VIII, serán de aplicación las reglas de la sociedad anónima y las demás que proceda. Esto, no obstante, el artículo 281-2 selecciona ya las tres especialidades que se incorporaron a la LSC en la reforma de 2014 y que bien pudieran ubicarse en el lugar correspondiente: la reducción del 5 al 3% para ejercitar derechos de minoría en la sociedad cotizada; la exigencia del uno por mil del capital como requisito específico de legitimación para impugnar acuerdos sociales; la fijación de un plazo propio de tres meses como plazo de caducidad de la acción de impugnación. Por su parte, se recoge en ambos textos la regla de aplicación del régimen previsto a las sociedades que, no cotizando en el mercado español, lo hagan en un mercado organizado extranjero, con algunas distinciones y especialidades.

## **3.2 Las especialidades en materia de acciones y obligaciones.**

# DECONOMI

El Capítulo II de este Título VIII agrupa un conjunto de especialidades, procedentes en su mayoría del derecho vigente, que afectan al régimen de las acciones, y en algún aspecto al de las obligaciones, en distintos aspectos. Es el caso, por ejemplo, de la necesaria representación de ambas mediante anotaciones en cuenta como requisito para acceder o permanecer admitidas a cotización, lo que supone la anulación de pleno derecho de los títulos en que anteriormente hubieran estado representadas. Ni las acciones, ni las obligaciones, pueden tener, por obvios motivos, restringida o condicionada la libre transmisibilidad en los estatutos, y si se adoptare acuerdo de modificación estatutaria para introducir cláusula limitativa, no producirá efecto mientras la sociedad tenga valores admitidos a cotización.

Aunque la cuestión tenga otro significado, está también incluido aquí el derecho de la sociedad emisora a conocer la identidad de sus accionistas, con el mismo alcance que finalmente ha adquirido en el artículo 497 de la LSC, tras la reforma de 2014, extendido, por tanto, a las asociaciones de accionistas que alcancen el 1% del capital y a los accionistas que, individual o conjuntamente, alcancen el 3% con el fin de facilitar la comunicación entre socios para ejercer derechos y defender intereses comunes, con advertencia de responsabilidad por daños y perjuicios por el uso abusivo o perjudicial de la información. Resulta curioso observar que, en la primera versión del ACM, el derecho se reconocía sin más a las a las asociaciones de accionistas constituidas en la sociedad emisora, sin otro requisito, mientras que no se reconocía a accionistas con participación significativa en el capital, lo que es prueba palpable de la adecuación del ACM a la reforma de la LSC de 2014. En todo caso, como ya se indicó, la trasposición pendiente de la Directiva de implicación de accionistas, aprobada en 2017, podrá afectar a algún aspecto del derecho a conocer la identidad de los accionistas, teniendo en cuenta que la Directiva sólo lo reconoce a la sociedad emisora, y no a asociaciones ni a accionistas, por lo que, si se modificara la LSC, tal modificación tendría también previsible efecto en el ACM.

Las demás especialidades que se recogen en este Capítulo hacen referencia a la obligación de la sociedad cotizada de acordar el reparto del dividendo preferente, cuando tenga emitidas acciones especiales que atribuyan este derecho y existan beneficios distribuibles, al régimen de las acciones

# DECONOMI

rescatables, cuya emisión es privativa de estas sociedades, especialmente en lo que atañe a su amortización cuando se ejercite el derecho de rescate que puede corresponder a la sociedad, a los titulares o a ambos, al sistema de cálculo del valor de las acciones en usufructo, y al límite de acciones propias en autocartera, que seguirá siendo del 10% del capital social.

Al margen de estos aspectos, hay dos cuestiones que merecen especial consideración en esta materia: del texto revisado del ACM han desaparecido en este punto las “acciones privilegiadas sin voto”, que en los textos previos se consideraron también privativas de la sociedad cotizada junto con las acciones rescatables, pero cuya emisión ha vuelto a ser finalmente una posibilidad generalizada a todas las sociedades de capital, incluidas las limitadas, por lo que han quedado integradas en las disposiciones comunes de éstas (Subsección 5ª de la Sección 3ª del Capítulo I del Título III de este Libro II, “De las participaciones y acciones sin voto”), tal como ocurre en la vigente LSC, cuyos artículos 98 a 103 regulan las participaciones y acciones sin voto indistintamente; también ha desaparecido la prohibición de cláusulas estatutarias de limitación del número máximo de votos en la sociedad cotizada, que el artículo 282-3 del primer ACM recogía, cuando ese era el estado legislativo en la cuestión, sustituido ahora por la regla permisiva del 233-42, de alcance general, con la especialidad en la cotizada de pérdida de eficacia de la limitación, o neutralización automática, cuando una OPA alcance el 70% o más del capital con derecho de voto, tal como resulta de los artículos 188,3 y 527 de la LSC actualmente.

### **3.3. Los órganos de la sociedad cotizada.**

Los órganos de la sociedad cotizada son, como ya se ha podido apreciar en la LSC, especialmente tras la reforma de 2014, el ámbito donde se concentra mayor volumen de especialidad; es aquí donde las recomendaciones y normas, imperativas o dispositivas, de buen gobierno, han tenido mayor incidencia, una vez que el ACM de 2013 ha sido acomodado al estado actual de la LSC en esta materia. Se trata, por tanto, de exponer separadamente los aspectos relativos a la junta general y al consejo de administración, teniendo en cuenta que, en ambos casos y dada la sistemática del Libro Segundo del ACM,

# DECONOMI

muchas de las cuestiones que integran el régimen jurídico de las sociedades cotizadas están tratadas en las disposiciones comunes de las sociedades de capital o en las propias de la sociedad anónima, que le son aplicables como normas supletorias, por lo que aquí sólo se consideran las que constituyen verdadera especialidad de la sociedad cotizada.

## **3.3.1. La junta general.**

Las peculiaridades de la junta general de la sociedad cotizada aparecen agrupadas en el ACM siguiendo el orden tradicional de su proceso de funcionamiento, que abarca desde la convocatoria hasta la adopción de acuerdos.

Aunque propiamente no se trate de un asunto de la convocatoria, sino de la propia configuración de la junta, la primera especialidad está referida a la competencia de este órgano, donde el artículo 283-1 enumera un conjunto de materias reservadas a las que califica de “competencias adicionales”, dando a entender así que deben añadirse a las que el artículo 231-52 le atribuye con carácter general a la junta de las sociedades de capital. Son la transferencia de actividades esenciales a entidades dependientes (entendiendo que lo son aquéllas cuyo volumen supere el 25% del total de activos del balance), las operaciones de efecto equivalente a la liquidación y la política de remuneraciones de los consejeros, materias en las que la junta dispondrá de competencia exclusiva y excluyente, en los términos legales en cada caso. A tal ampliación de materias reservadas a la competencia de la junta general se ha añadido, como también ocurre en la LSC, el principio de igualdad de trato a todos los accionistas que se encuentren en la misma posición, especialmente en relación con la información, la participación y el ejercicio del voto.

Las especialidades de la convocatoria propiamente dichas afectan principalmente a aspectos relacionados con la publicidad electrónica a través de la página web, obligatoria en las sociedades cotizadas, y con las nuevas formas de ejercicio a distancia de derechos de socio; así, junto a la especial regla sobre plazo y solicitud de convocatoria de junta general distinta a la anual, se regula la

# DECONOMI

publicidad de la convocatoria, el contenido del anuncio y la información general que debe proporcionarse antes de la celebración de la junta.

Se regulan a continuación los dos derechos especiales reconocidos a la minoría que represente el tres por ciento del capital social, esto es, el de completar el orden del día con nuevos puntos y el presentar nuevas propuestas de acuerdo sobre asuntos ya incluidos o que deban incluirse en el orden del día; también las especialidades en materia de derecho de información de los socios, que pueden pedir aclaraciones, antes de la junta por escrito y durante la junta oralmente, sobre la información accesible al público que la sociedad haya facilitado al organismo supervisor desde la anterior junta general, y que pueden ver remitida su solicitud a la información previa proporcionada en la página web de la sociedad con formato de pregunta-respuesta; y, asimismo, la prohibición de exigir en los estatutos más de mil acciones, con carácter general y cualquiera que sea el número de las emitidas, para asistir a la junta.

La cuestión que, sin duda, acumula mayor volumen de especialidad en relación con la junta de la sociedad cotizada es la de la participación en ella por medio de representante. Los principios básicos en la materia son la posibilidad de otorgar la representación a cualquier persona, sin que los estatutos puedan limitarla, y la de que un mismo representante pueda acumular la representación de más de un accionista, sin que quepa limitar el número. La representación puede formalizarse por escrito o por medios electrónicos y el accionista representado puede emitir instrucciones que vinculan al representante, debiendo éste conservarlas durante un año; pero si un mismo representante de varios accionistas ha recibido instrucciones distintas de cada uno puede emitir votos distintos o divergentes. Especial significación tiene la regulación del conflicto de interés del representante, con especificación de los supuestos en que se considera existente y del comportamiento a seguir por el representante afectado, todo lo cual complementa las previsiones generales en caso de conflicto de interés del propio socio (231-68). Por lo demás, el artículo 283-13 ha clarificado notablemente la problemática del ejercicio del voto en el ámbito de las relaciones entre intermediarios financieros y clientes, titulares directos o indirectos de las acciones. Se echa de menos, sin embargo, la omisión, previsiblemente por error material que debe ser corregido, de las reglas

# DECONOMI

que ordenan la solicitud pública de representación (supuestos, legitimación, publicidad, documentación, gastos, etc.), que sí figuraban en el texto de la propuesta previa al ACM. Porque lo que sí se recupera, concretamente en el artículo 283-15, que en esa propuesta inicial del ACM quedó subsumido en un precepto más general sobre conflicto de intereses del representante, es la regla especial de ejercicio del voto por administrador que haya formulado solicitud pública de representación, y que supone que debe abstenerse de ejercerlo cuando se encuentre en conflicto de interés, en los casos ya indicados (nombramiento, cese, acción de responsabilidad y operaciones vinculadas), salvo que haya recibido instrucciones de voto precisas del representado, regla que llegó al artículo 526 de la LSC procedente del 114 de la LMV, y que afecta a las acciones representadas, y no a las propias cuando el administrador sea accionista, ya que entonces juega el tratamiento propio de los llamados acuerdos posicionales.

Finalmente, se establece la publicidad íntegra de los acuerdos adoptados y del resultado de las votaciones en la página web de la sociedad y la obligación de disponer de un reglamento de la junta, con inscripción registral y máxima publicidad, que desarrolle la organización y funcionamiento del órgano con sujeción a la ley y a los estatutos. Otras cuestiones, como la necesidad de acta notarial o las especialidades en la legitimación para impugnar (de la minoría, de las asociaciones de accionistas que la alcancen, o del organismo supervisor), que formaban parte del régimen de la junta en textos anteriores, han desaparecido del ACM, previsiblemente por razones de adecuación tras la reforma de la LSC. Por lo mismo, las reglas básicas de las asociaciones de accionistas y del foro electrónico, que formaban parte del régimen especial de la junta general, han vuelto a trasladarse al ámbito de la información societaria, como instrumentos especiales de información, junto con la página web obligatoria.

### **3.3.2. El consejo de administración.**

Al igual que sucede en la LSC, especialmente tras la reforma de 2014, la regulación del consejo de administración de la sociedad cotizada es,

# DECONOMI

con mucho, la parte de este Título VIII que concentra mayor volumen de especialización, tanto en lo cuantitativo (la Sección 2ª del Capítulo III sobre los órganos sociales abarca desde el artículo 283-18 al artículo 283-46), como en lo cualitativo. La voluntad de incorporar al texto las recomendaciones de buen gobierno más consolidadas en la realidad de las sociedades cotizadas, tanto por seguimiento del Código Unificado de Buen Gobierno, como por previa acogida en normas imperativas en algunos casos, ha orientado especialmente este apartado, sobre el que ha tenido notable incidencia la citada reforma de la LSC, de manera que el tránsito de la primera a la segunda versión del ACM ha producido una notable transformación.

En la primera versión de 2013 el tratamiento del consejo de administración seguía con algunos cambios la pauta de la Propuesta de Código de Sociedades de 2002, con algún añadido procedente del Título X de la LMV: carácter necesario del consejo; número de miembros a fijar por los estatutos, pero entre cinco y quince; especialidades en el nombramiento (entre ellas la pertenencia a un máximo de tres consejos, y la posibilidad de fijar límites de permanencia y edad, las prohibiciones para ser miembro independiente, el informe previo para nombrar, y la mayoría cualificada para acordar la acumulación de cargos); especialidades en la retribución (con un límite del uno por ciento de los beneficios de la sociedad en el ejercicio, para la suma de todas las retribuciones variables del conjunto de los administradores); especialidades en el funcionamiento (con comisiones internas obligatorias, de auditoría y de nombramientos y retribuciones, más las voluntarias, y posibilidad de contratar expertos para el apoyo a los independientes); especialidades en los deberes (especial deber de información, prohibición de utilizar información privilegiada y control de operaciones vinculadas); y, finalmente, obligatoriedad y publicidad del reglamento del consejo.

En la nueva versión de 2018 el régimen del consejo ha experimentado notables cambios: también ahora el consejo aparece caracterizado como la única opción organizativa de la administración de la sociedad cotizada, pero a esta doble naturaleza de órgano necesario y obligatorio se añade un principio de diversidad (de experiencias, de

# DECONOMI

conocimientos y, sobre todo, de género, proclamado de forma genérica a la espera del destino final de la propuesta de Directiva comunitaria en la materia).

La otra vertiente de su configuración lo sitúa claramente en la conocida tendencia del gobierno corporativo que distingue el nivel de dirección y gestión del nivel de supervisión y control, como principio orientador. A eso responde el listado de facultades indelegables que el artículo 283-19 añade a las que ya lo son en el régimen común de las sociedades de capital conforme al 231-99; si se observa con atención el alcance de estas facultades que el consejo de la sociedad cotizada debe ejercer en pleno, se encontrarán ahí las que principalmente atañen a la marcha general de la sociedad (el plan estratégico, la política de gestión de riesgos, la política de gobierno corporativo, la información financiera, la definición de la estructura de grupo, la aprobación de inversiones relevantes, la garantía de transparencia en la participación en otras entidades), a las que se añade la competencia de aprobación de operaciones especialmente sensibles como lo son las operaciones vinculadas de la sociedad con consejeros, accionistas significativos y sociedades del mismo grupo, con algunas excepciones tasadas, aunque también es cierto que se permiten en estas materias decisiones delegadas por razón de urgencia justificada y con rendición de cuentas inmediata.

A este perfil de órgano de supervisión contribuye sin duda la obligación de realizar una “evaluación anual del desempeño” (283-25), referida al funcionamiento del consejo y de sus comisiones, que deberá acompañarse de un plan de acción que corrija las deficiencias detectadas.

Caracterizado así el consejo como órgano social, cabe distinguir dos grandes bloques de especialidades en su régimen jurídico: el relativo a su composición, organización y funcionamiento interno, y el relativo al estatuto personal de sus miembros. Todo ello teniendo en cuenta que, también aquí, muchas materias deben integrarse a partir de la normativa común de los administradores en las sociedades de capital y en la normativa propia de la sociedad anónima; lo que hace especialmente importante en la sociedad cotizada la obligada disposición de un reglamento del consejo, sometido a la debida publicidad, con que los artículos 283-45 y 283-46 cierran esta Sección 2ª.

# DECONOMI

La composición del consejo acoge, convertida en normas jurídicas generalmente imperativas, sin perjuicio de algunos aspectos dispositivos, la orientación habitual de las recomendaciones de buen gobierno, tanto en la tipología de consejeros, como en la constitución de comisiones internas delegadas.

Las categorías de consejeros reflejan legalmente la conocida distinción entre consejeros ejecutivos y no ejecutivos, y dentro de éstos, que se definen en general por exclusión (“los restantes consejeros”, dice el artículo 283-30, aludiendo a los que no son ejecutivos), los dominicales, los independientes y otros consejeros externos. Todas las categorías disponen de una definición bastante precisa, pero destaca, por razones obvias, el detalle con que se enumeran las condiciones negativas (incompatibilidades del artículo 283-33) para ser consejero independiente, en las que se han seguido las orientaciones de la Recomendación comunitaria que ya habían sido acogidas en el Código Unificado de Buen Gobierno de 2006 y en el artículo 529 duodecimos de la LSC.

La constitución de comisiones especializadas sigue un principio dispositivo que permite al consejo establecerlas, definir sus funciones y su composición, y designar a sus miembros con amplia libertad, aunque nada impide que los estatutos de la sociedad o el reglamento interno del propio consejo predeterminen su existencia y su configuración. Hay, no obstante, dos comisiones que, siguiendo precedentes ya consolidados en la legislación y en la práctica societaria, adquieren carácter obligatorio: la comisión de auditoría y la comisión de nombramientos y retribuciones, que podría a su vez desdoblarse en dos comisiones diferenciadas. Para cada una de estas comisiones se establece una composición parcialmente obligatoria (el número de sus miembros no está cerrado, pero todos deben ser consejeros no ejecutivos y dos, al menos, consejeros independientes, de entre los que se elige al presidente) y un listado mínimo de funciones, que pueden ser ampliadas en los estatutos o en el reglamento interno del consejo.

Las especialidades en el estatuto personal de los consejeros alcanza aspectos ciertamente diversos; así, el nombramiento (por la junta o por cooptación especial, pero no por representación proporcional ni en condición de

# DECONOMI

suplente, y mediante propuesta previa de la comisión, tanto en el nombramiento inicial como en la reelección); la duración del cargo (reducida a cuatro años, o menor estatutaria, con posibilidad de reelección por uno o varios periodos de igual duración máxima); la inscripción registral del nombramiento (con indicación expresa, y vinculante para el registrador, de la categoría, y sin que la incorrección afecte a la validez de los acuerdos); los deberes de los consejeros (con mención especial al deber de asistencia personal y a la posibilidad de representación por otro consejero, así como a las condiciones en que debe ser proporcionada la información, que permitan al consejero ejercer el derecho-deber individual en este aspecto).

Mención especial merecen dos aspectos relacionados con el estatuto personal: de un lado, la novedad en cuanto al estatuto personal de cargos unipersonales (presidente y secretario del consejo); de otro lado, las particularidades en cuanto al régimen de la retribución de los consejeros.

El presidente, elegido por el consejo de entre sus miembros previo informe de la comisión de nombramientos, es considerado en el artículo 283-21 como “máximo responsable del eficaz funcionamiento del consejo”, con funciones básicas definidas (convocar y presidir las reuniones, presidir la junta general, salvo disposición estatutaria en contra, velar por la información que deben recibir los consejeros, y estimular su participación activa, con salvaguarda de su libertad de posición). También salvo disposición estatutaria en contra, el cargo puede recaer en un consejero ejecutivo, necesitando entonces mayoría cualificada; pero cuando eso ocurra el consejo habrá de nombrar, de entre los consejeros independientes y sin participación de los ejecutivos, un consejero coordinador, con funciones particulares de contrapeso dirigidas a conseguir un cierto equilibrio en el funcionamiento del órgano, aunque no alcanza el nivel que tendría un vicepresidente reforzado. El secretario, por su parte, puede o no ser consejero, y tanto su nombramiento como sus funciones guardan paralelismo formal con lo que acaba de indicarse. En cada caso, se hace igualmente previsión de la posibilidad de nombrar uno o varios vicepresidentes o vicesecretarios.

# DECONOMI

La retribución de los consejeros de la sociedad cotizada reviste notable especialidad y ha experimentado cambios muy significativos en el proceso de elaboración del ACM, como también en el régimen general previsto para las sociedades de capital, y particularmente para las anónimas, que es donde están las reglas comunes de aplicación supletoria en la cotizada, todo ello relacionado con las novedades incorporadas en la LSC tras la reforma de 2014 la LSC a las que se ha adecuado el ACM. En efecto, es en los artículos 231-85 y siguientes donde se establecen los sistemas de retribución fija y variable, los criterios generales de fijación, los límites, la competencia de la junta para determinar el importe máximo anual y del consejo para distribuirlo entre sus miembros, y los requisitos particulares de la remuneración mediante participación en beneficios y de la remuneración vinculada a acciones de la sociedad, tal como lo hacen también los artículos 217 y siguientes de la LSC.

El cargo de consejero de la sociedad cotizada es necesariamente retribuido, salvo que los estatutos dispongan lo contrario. Pero a partir de ahí se configura una distinción fundamental entre la retribución de los consejeros como tal y la de los consejeros que desempeñen funciones ejecutivas, también equivalente a la del artículo 529 sexdecies y siguientes de la LSC.

La retribución de cada consejero como tal la determina el propio consejo, dentro de la política de remuneraciones derivada del sistema previsto en los estatutos, y habrá de tener en cuenta el importe máximo anual para el conjunto y las funciones concretas de cada uno para individualizarla. En el caso de los consejeros ejecutivos hay que tener en cuenta que su relación con la sociedad se plasma en un contrato específico, previsto en el artículo 231-100, y es en él donde se determina la retribución; lo que añade el artículo 283-41, específico para las cotizadas, además de reiterar la competencia del consejo para fijarla, es la necesidad de que esa retribución se ajuste también a la política de remuneraciones de los consejeros, dentro de la cuantía máxima fijada anualmente, y a los criterios de variación de los componentes variables en el tiempo de duración.

Finalmente, tiene especial interés el tratamiento de la política de remuneraciones como decisión societaria, y su relación con el informe anual ya

# DECONOMI

previsto en la normativa vigente. Conforme al artículo 283-43 la política de retribuciones de los consejeros, que desarrolla el sistema previsto en los estatutos de la sociedad, debe ser aprobada en la junta general cada tres años, lo mismo que su modificación o sustitución, a propuesta motivada del consejo y con informe de la comisión de nombramientos y retribuciones. El informe anual, con el detalle que especifica el artículo 283-44, es sometido a votación consultiva en la junta general, como ya viene ocurriendo, pero la novedad relevante es que, si el informe fuera rechazado, la política de remuneraciones a aplicar en el siguiente ejercicio debe ser previamente aprobada por la junta general, aunque aún no haya transcurrido el plazo de vigencia de tres años.

### **3.4. Otras especialidades: pactos parasociales; aumento y reducción de capital; información societaria.**

Con el orden en que aparecen en el ACM, procede considerar por último un conjunto de especialidades, que en algún caso son verdaderas normas propias más que especialidades de un régimen general, con las que el texto completa el tratamiento de la sociedad cotizada.

El Capítulo IV, artículos 284-1 a 284-6, está dedicado a los **pactos parasociales** sujetos a publicidad. Además de mencionar su contenido típico (los tradicionales sindicatos de voto y de bloqueo, con prohibición expresa de pactos de voto en el consejo de administración) y de detallar las vías de publicidad a que están sujetos, bajo sanción de ineficacia, pero con previsión de dispensa del deber por causa de daño grave a la sociedad, se ha introducido en el artículo 284-3 la distinción por razón de su duración temporal; si está determinada, con un máximo de 5 años, la renovación no se produce por prórroga automática o tácita reconducción, sino que requiere de un nuevo acuerdo expreso de los accionistas sindicados; si no lo está, cualquier firmante puede denunciar el pacto en cualquier momento, con preaviso de seis meses. Por lo demás, el régimen previsto se extiende a los pactos entre socios de una sociedad no cotizada que tenga poder de dirección, como sociedad dominante, sobre otra cotizada; en este caso, además, la falta de publicidad del pacto trae

# DECONOMI

consigo la suspensión del derecho de voto de esos socios en la junta de la dominada.

Por lo que se refiere a las especialidades en materia de **aumento y reducción del capital** en la sociedad cotizada, el Capítulo V presta atención a las que se refieren al derecho de preferencia en la emisión de nuevas acciones, ordinarias o privilegiadas, o en la emisión de obligaciones convertibles. Los aspectos afectados son el plazo de ejercicio, no menor de quince días, y el régimen de la exclusión del derecho, que combina la remisión al de aplicación general en las sociedades de capital con la posibilidad de emisión de nuevas acciones a cualquier precio superior al valor neto patrimonial determinado por el experto en su informe; a ello se une la regla, ya prevista en el artículo 506 de la LSC, que permite a la junta delegar en los administradores la facultad de excluir el derecho de preferencia cuando acuerde la delegación en ellos del propio aumento del capital, circunstancia que también es de aplicación en la **emisión de obligaciones** convertibles, como así lo indica el artículo 285-7. Novedad singular es la que contiene el artículo 285-2, la llamada “suscripción indirecta”, en la que una o varias entidades de crédito o financieras suscriben inicialmente los nuevos valores emitidos con obligación de ofrecerlos posteriormente a los titulares del derecho de preferencia en las condiciones establecidas. Como lo es también, finalmente, la posibilidad de delegar por parte de la junta en el consejo de administración la facultad de acordar, en una o varias veces, la reducción del capital hasta una cifra determinada, con los límites cuantitativos (25% del capital como máximo) y en las condiciones (con amortización de acciones adquiridas hasta en cinco años) que establece el artículo 285-6.

El Capítulo VI, último de los que el Título VIII dedica a la sociedad cotizada, bajo el rótulo de “**información societaria**”, además de excluir la posibilidad de formular cuentas abreviadas y de obligar a proporcionar en la memoria información complementaria cuando la sociedad cotice en mercado regulado de otro Estado miembro de la UE y de incluir el informe de gobierno corporativo en el de gestión en ese caso, todo ello como especialidades en las cuentas anuales, desarrolla los aspectos básicos de la estructura, contenido y difusión del “informe anual de gobierno corporativo”, convirtiéndolo así en un instrumento típicamente societario, sin perjuicio de que los aspectos de detalle

# DECONOMI

de su formulación y publicidad, como ya ocurre, queden remitidos al ámbito reglamentario y al organismo supervisor del mercado de valores. Igualmente, y como ya se indicó, bajo el rótulo común de “instrumentos especiales de información” se incluyen la página web obligatoria, donde debe habilitarse el Foro Electrónico de Accionistas, y las Asociaciones de Accionistas, con las mismas previsiones que contiene el artículo 539 de la LSC.

En el texto previo del ACM se incluía también aquí la referencia al informe anual sobre la política de retribuciones que, como ya se ha indicado, ha quedado mencionado en el contexto del régimen de la remuneración de los consejeros, sin perjuicio de su desarrollo por la misma vía indicada para el informe de gobierno corporativo.

También la Propuesta previa al ACM contenía un Capítulo final referido a la pérdida de la condición de sociedad cotizada, incluyendo los supuestos y los efectos derivados, pero tal materia, en paralelo al tratamiento de la admisión a cotización como presupuesto de la adquisición de la condición de cotizada por una sociedad anónima, ha desaparecido del ámbito societario, previsiblemente para integrarse en el ámbito de la regulación del mercado de valores, aunque es discutible que se trate de un aspecto de la actividad de la sociedad en el mercado y no de la estructura societaria como tal.

## **4. REFLEXIÓN FINAL.**

El proceso de configuración normativa de la sociedad cotizada que se ha examinado permite afirmar que esta figura, por más que su origen jurídico esté en el tipo clásico de la sociedad anónima, ha alcanzado un grado de diferenciación tal que quizá ya no resulta adecuado seguir considerándola, material y sistemáticamente, como una sociedad anónima con especialidades, y, probablemente, tampoco como una más de las sociedades anónimas especiales. La sociedad cotizada ya no está, como lo están, entre otras muchas, la sociedad anónima unipersonal, la sociedad anónima bancaria, de seguros, o de capital riesgo, la sociedad anónima pública, familiar, o laboral, o la sociedad anónima europea, en el ámbito, ciertamente amplio, de las sociedades anónimas que, por razón de la estructura accionarial, del objeto, de la titularidad del capital,

# DECONOMI

del sistema organizativo, o de cualquier otra característica, disponen de un grado, mayor o menor, de especialidad todavía referible al tipo común.

En la sociedad cotizada, la combinación de la especialidad societaria con las implicaciones derivadas de su ubicación funcional en el mercado de valores, ha ido acumulando tal volumen de singularidad que tal vez sea preferible, y más ajustado al momento de su evolución, su consideración como un tipo propio y autónomo, lo que no obsta para que los diversos aspectos de su régimen jurídico que proceden de la sociedad anónima, y mantienen idéntica configuración, puedan remitirse, interpretarse o aplicarse a partir de normas comunes. Algo similar ocurre en la relación entre sociedad anónima y sociedad limitada, como manifestaciones diversas de una categoría más amplia, que es la de las sociedades de capital, dentro de la cual constituyen tipos tradicionalmente diferenciados. Es más, no es descartable que, en una perspectiva futura de la vieja cuestión tipológica, el espacio de la sociedad limitada se agrande hasta ocupar, como ya prácticamente lo hace en la estadística de la utilización de los tipos, el ámbito ordinario o común de las sociedades de capital que no cotizan en el mercado de valores, ámbito que hoy comparte con un tramo de sociedades anónimas tendencialmente residuales. Si esto llegara a ocurrir, la sociedad anónima cotizada quedaría desprendida de esas adherencias al tipo clásico de la sociedad anónima, de la que dejaría de ser una especialidad sistemática, y quedaría configurada como un tipo propio. Para ello, también es necesario que los dos planos, el societario y el del mercado de valores, se combinen y coordinen adecuadamente; lo mismo que habrían de hacerlo el plano de las normas legales y el de las recomendaciones de buen gobierno, con una correcta y equilibrada proporción entre lo mínimo imperativo, en lo orgánico y en la protección de accionistas, inversores y terceros, y lo dispositivo, en el ámbito interno.