

Trabajo de fin de Grado



Universidad de Valladolid

Facultad de Derecho

Grado en Derecho

Asociaciones de Accionistas

Presentado por: **Daniel Guerrero Colomer**

Tutor: **Mar Bustillo**

Valladolid, 2 de Diciembre de 2019

Resumen

En este trabajo se hará un análisis de la evolución hasta la regulación y aprobación en el código Mercantil Español de las Asociaciones de Accionistas, entrando en detalle de la regulación de las mismas. También se hará una breve comparativa de esta misma figura las legislaciones de otros países y una breve aproximación a figuras afines como los foros electrónicos de accionistas

Abstract

In this work, i will do an analysis of the evolution up to the regulation and approval in the Spanish Mercantile Code of Shareholders' Associations, with focus of the regulation of them. Plus a brief comparison of this same figure will also be made of the legislations of other countries and a brief approximation to related figures like the electronic shareholders forum.

Abreviaturas

CE: Constitución Española

SA: Sociedad Anónima

SL: Sociedad de Responsabilidad Limitada

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

LSC: Ley de Sociedades de Capital

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

AEMEC: Asociación Española de Accionistas Minoritarios de Empresas Cotizadas

EEUU: Estados Unidos

UK: United Kingdom; Reino Unido

UKSA: United Kingdom Shareholders Association

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	5
1.1 <i>Las sociedades cotizadas y las asociaciones de accionistas</i>	
2. CAPÍTULO 1	10
2.1 <i>Contexto histórico</i>	
2.2 <i>Aproximación a las Asociaciones de Accionistas</i>	
3. CAPÍTULO 2	16
3.1 <i>Fundamento</i>	
3.2 <i>El Derecho de asociación</i>	
3.3 <i>Regulación de las Asociaciones de accionistas</i>	
3.3.1 <i>Requisitos</i>	
3.3.2 <i>Representación</i>	
3.4 <i>Financiación</i>	
3.5 <i>Comparativa entre otras legislaciones</i>	
3.5.1 <i>Asociaciones de accionistas en Francia</i>	
3.5.2 <i>Asociaciones de accionistas en Italia</i>	
3.5.3 <i>Asociaciones de accionistas en Reino Unido</i>	
3.5.4 <i>Asociaciones de accionistas en otros países</i>	
4. CAPÍTULO 3	43
4.1 <i>Figuras afines, el caso de los foros electrónicos de accionistas</i>	
4.2 <i>El caso de los proxy advisors</i>	
5. CONCLUSIONES	50
6. BIBLIOGRAFÍA	54

INTRODUCCIÓN

- i. Las sociedades cotizadas y las asociaciones de accionistas**

1.1 Sociedades cotizadas y las asociaciones de accionistas

En la legislación española podemos distinguir distintos tipos de sociedades según el capital inicial, el régimen de responsabilidad que quieren asumir, como también el tipo de organización y división del capital al que se quieren adherir.

Las **asociaciones de accionistas** surgen en torno a las sociedades anónimas. Concretamente la sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a la negociación de las mismas en los mercados oficiales de valores (art. 495 de la LSC). Lo que las caracteriza es que son una sociedad anónima abierta al ahorro del público. La finalidad es la protección de los accionistas inversores y de que el mercado de valores sea transparente.

Tal y como se relata en la exposición de motivos de la Ley de sociedades de capital:¹ *“El importante papel de las sociedades cotizadas en los mercados de capitales hace necesaria una intervención pública en la actividad económica orientada por una parte a la protección al inversor y por otra a la estabilidad, eficiencia y buen funcionamiento de los mercados financieros”.*

Es importante precisar que este tipo de sociedades no se regulan de modo exclusivo por derecho privado, sino que debido a la importancia capital de este tipo de sociedades en la esfera económica y pública, la legislación tiene que intervenir y regular unos condicionantes relativos a la admisión a negociación de sus acciones, esto es, también se regulan por derecho público².

Por destacar alguno de los requisitos legales de la Ley del Mercado de Valores, podemos hablar de la idoneidad del emisor. El emisor debe ser siempre una sociedad anónima cuyas acciones estén representadas por medio de anotaciones en cuenta y que sean libremente transmisibles ³ (algo que distingue a las participaciones de la SA con la SL). Podemos destacar también,

¹ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

² De Carlos Bertrán, Luis., “la sociedad cotizada”, Artículo de Uría y Menéndez de 30/01/2015 disponible en: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4613/documento/at02.pdf?id=5765>

³ Regulación recogida en el Artículo 11 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

que tengan como mínimo una capitalización, esperada, de unos 6 millones de euros.

Éste principio consiste en que, por lo menos un 25% ⁴ de las acciones deben estar repartidas entre el público aunque a veces puede ser menor.

Habitualmente, el proceder, es con carácter previo a que se admita a cotización se produzca una oferta pública de venta de estos valores, la cual se somete a verificación por parte de la Comisión nacional de valores, aportando folleto informativo y cuantas auditadas.

El fin de esta medida es que los potenciales inversores conozcan la información financiera real y puedan valorar por su propia cuenta la compañía y, así, tener la mayor información para que decidan si asumen el riesgo de invertir en esa compañía.

Una de las finalidades más destacadas de CNMV es asegurar la transparencia ⁵ de los mercados de valores, así como también la libre formación de los precios. El requisito de transparencia de éstos mercados es esencial para que sean eficientes, es por lo que el ordenamiento prevé obligaciones de información muy relevantes.

Otra de las normas significativas de Derecho Público en cuanto a las sociedades que operan en el mercado de valores son las ofertas públicas de adquisición, más conocidas como OPAS. La finalidad de éstas es facilitar a los accionistas minoritarios una suerte de derecho de separación en caso de que cambie el control de una sociedad que cotiza. Legalmente entendemos que adquiere el control cuando se aglutina el 30% o más de los derechos de voto o, también, cuando se nombra a más de la mitad de los miembros del Consejo. En estos supuestos es de legal obligación presentar una OPA a un precio equitativo por el 100% del capital social.

4 De Carlos Bertrán, Luis., "la sociedad cotizada", Artículo de Uría y Menéndez de 30/01/2015; Extraído del punto 4.1 disponible en :
<https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4613/documento/at02.pdf?id=5765>

⁵ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre

Artículo 17. Funciones de la Comisión Nacional de Mercado de Valores

2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines.

Ahora vamos a abordar las normas de Derecho privado en las sociedades cotizadas. Debido a la tesis de *Sánchez Calero* la **Ley de sociedades de capital** reconoció que debía crearse una sección para las sociedades cotizadas en la norma societaria. Esto implica que la sociedad cotizada se caracteriza como un subtipo de la sociedad anónima, con la consiguiente especialidad, relevante en cuanto a temas de jurisdicción aplicable.

Debido a éste reconocimiento como un subtipo de sociedad, se rigen por las disposiciones normativas de la *Ley de Sociedades de Capital* aplicables a las sociedades anónimas y, debido a sus especialidades, se establecen únicamente para ellas con el fin de reforzar los derechos de los socios, el gobierno corporativo y la transparencia de las sociedades cotizadas.

Podemos distinguir estas diferencias, por ejemplo, en la norma de sociedades anónimas se establece un 5% para el ejercicio de determinados derechos de la minoría, en cambio, para las sociedades cotizadas se establece ese porcentaje en un 3%. También destacar en los porcentajes necesarios para la impugnación de acuerdos sociales, la norma de tipo general establece que para tener legitimación se debe tener, por lo menos, un 1% del capital. En cambio la norma de tipo especial establece que solo es necesario un 1 entre mil. Además para reforzar la seguridad jurídica de la acción de impugnación de los acuerdos, con excepción de que contraríen el orden público son de 3 meses en vez de 1 año, como dispone la norma general.

Es en este momento, y con el ánimo de fomentar la involucración de los accionistas en la vida social, sobre todo, con especial consideración de los accionistas minoritarios para que puedan reunirse para hacer ejercicio de sus derechos. La ley **31/2014** ha previsto la figura que nos atañe en este trabajo, las **Asociaciones de accionistas**. Prevé que los accionistas que aglutinen el 1% del capital o accionistas que individualmente o conjuntamente tengan un porcentaje del 3% del capital, puedan solicitar información. La Ley de sociedades de capital establece que las entidades encargadas de los registros contables tienen la obligación de comunicar a las sociedades emisoras en cualquier momento que así lo soliciten⁶, los datos necesarios para la

⁶ Extraído del artículo 497.2 poniéndolo en relación con el artículo 497.1 de la ley 31/2014 de 3 de diciembre por las que se modifica la LSC para la mejora del gobierno corporativo.

identificación de sus accionistas. Es en este momento donde opera el derecho de las asociaciones de accionistas para solicitar información de este tipo (artículo 497.2 de la LSC “Derecho a conocer la identidad de los accionistas”) y así asegurar su involucración y conocimiento de información relevante para la sociedad en la cual participan.

Capítulo 1

- i. Contexto Histórico**
- ii. Aproximación a las asociaciones de accionistas**

2.1 Contexto Histórico

Una vez entendido el sistema jurídico mercantil y societario en España, haciendo una pequeña introducción para que entendamos el contexto y sobre qué tipos de sociedades en torno a la cual surgen las asociaciones de accionistas, ha llegado el momento en el que podamos entrar en detalle de las mismas.

Las asociaciones de accionistas son una figura que agrupa accionistas minoritarios de sociedades cotizadas para defender sus propios intereses y para dar facilidades para el contacto con los administradores de las sociedades de las cuales tienen acciones. Ésta figura nace con el fin de ser instrumentos de participación en la vida social de la empresa y contribuyen al desarrollo de la democracia societaria.

Tienen su origen en Estados Unidos en torno a la década de 1970, en un entorno de movimientos de activismo accionarial, promovido por organizaciones sociales y del tipo religioso.

Debido a la crisis de las empresas tecnológicas de principios de siglo, se contemplan estas asociaciones como un desarrollo de la estructura y del gobierno corporativo. Nacen con el fin de reivindicar los derechos de los accionistas en casos concretos⁷, como en supuestos de desprotección y desinformación y su consiguiente fraude. Con el paso del tiempo han ido evolucionando hasta configurarse como órganos de mediación entre los administradores de las sociedades cotizadas y de los accionistas con un porcentaje minoritario.

Este hecho tiene gran importancia en cuanto a cómo es entendido el accionista, antiguamente los accionistas eran entendidos como meros especuladores, solo les importaba comprar a buen precio y vender a un precio más elevado, estando desconectados de la vida social y de la toma de

⁷ ZUNZUNEGUI, Fernando., "Hacia el reconocimiento oficial de las asociaciones de accionistas minoritarios" Revista de Derecho del Mercado Financiero., Propuesta de ACCIONIS. Madrid, marzo 2005. Disponible en: <http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2006/12/hacia-el-reconocimiento-oficial-de-las-asociaciones-de-accionistas.pdf>

decisiones de la corporación de la que tienen acciones. Con la entrada de estas asociaciones en la esfera societaria de las empresas cotizadas, el accionista deja de tener esa óptica de mero especulador.

Se ha producido un cambio en la tendencia de la actitud de los inversores. Actualmente y cada vez más, han pasado de tener una actitud completamente pasiva, a un creciente interés en la participación en la vida social. Este cambio de tendencia, es debido en gran parte por la sociedad de la información en la que vivimos ahora, gracias a las nuevas tecnologías y la facilidad que éstas aportan para tener un conocimiento más exhaustivo de la realidad, juntamente con la creciente curiosidad generalizada por el conocimiento del mundo financiero. Todo ello ha permitido una participación más directa y continua de los accionistas en cuanto al control de como se hace la gestión social.

Gracias a internet y las redes sociales, han permitido que gran número de accionistas del tipo minoritario puedan comentar sus inquietudes y conocerse para posteriormente dar lugar a estas agrupaciones que pretenden defender sus intereses en las juntas generales.

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, en adelante OCDE⁸, organismo de cooperación internacional, compuesta por 36 Estados que tienen como objetivo coordinar sus políticas económicas y sociales, en uno de sus principios exige dar facilidades y facilitar la relación entre los accionistas con el fin de incentivar su participación y conocimiento en la vida social. La agrupación de accionistas pretende favorecer el buen gobierno corporativo.

Adentrándonos en el contexto histórico y el proceso que ha tenido la legislación española para aceptar y reforzar jurídicamente las asociaciones de accionistas han pasado por varios estadios hasta llegar al actual.

⁸ **Principles of Corporate Governance**, 2004, en los que se considera, por un lado que: “Minority shareholders should be protected from abusive actions by, or in the interest of, controlling shareholders acting either directly or indirectly, and should have effective means of redress” (III.A.2, p. 20); y de otro que: “shareholders should be allowed to communicate with each other without having to comply with the formalities of proxy solicitation” (p. 39).

En primer lugar, tuvimos el código de gobierno corporativo de Olivencia⁹ de 1997. Este nació con el objetivo fundamental de fomentar la transparencia de las empresas españolas. En cambio, se limitó a recomendar que se debía potenciar la comunicación que había entre la sociedad y sus accionistas. Sí que es cierto que hubo un pequeño reconocimiento en cuanto a la defensa de los accionistas minoritarios¹⁰, por lo que ya en 1997 en España se empezó el reconocimiento de la necesidad de tutela de los derechos de los accionistas minoritarios para asegurar su participación en la toma de decisiones de las cotizadas de las que forman parte, aun teniendo un porcentaje muy pequeño.

En segundo lugar, el 9 de enero de 2003 en Madrid se presentó el Informe Aldama por la comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y la Seguridad en los Mercados Financieros y las Sociedades Cotizadas. En este informe se dió el paso de identificar la protección de los intereses de los accionistas minoritarios como fin general del gobierno corporativo. En conclusión, la comisión Aldama busca dar mayor protección y seguridad a los accionistas e inversores, teniendo en cuenta las relaciones entre las sociedades emisoras de valores y las personas físicas y jurídicas que les prestan sus servicios¹¹.

Por último, el abogado Manuel Conthe, quién fue presidente de la CNMV, en la comisión Conthe propuso reconocer oficialmente ¹² a las asociaciones de accionistas minoritarios como cauce natural de representación de los intereses de los accionistas minoritarios en las sociedades cotizadas.

⁹ Manuel Olivencia fue el presidente de la comisión que el código de gobierno corporativo. Fue el primero que hubo en España con estas características. Con el principal objetivo de fomentar la transparencia de las empresas españolas. Realizó varias recomendaciones del buen gobierno corporativo.

¹⁰ Basado en las recomendaciones del código Olivencia, concretamente en la siguiente: *“La misión de los consejeros se basa en defender los intereses de la sociedad fomentando la toma de decisiones que mejoren la gestión de la empresa, arbitrar mecanismos para fomentar la defensa de los intereses del pequeño y mediano inversor”* Extraído de la web: <http://www.iegd.org/spanish800/adjuntos/codigoolivencia.pdf>

¹¹ Extraído de la definición hecha por la Comisión Especial Aldama del alcance de los trabajos a realizar en la propuesta de la comisión. Disponible en: <http://www.iegd.org/spanish800/adjuntos/codigoolivencia.pdf>

¹² CREMADES, JAVIER., El código Conthe y los accionistas minoritarios. Artículo de ABC. Disponible en : https://www.abc.es/opinion/abci-codigo-conthe-y-accionistas-minoritarios-200603200300-142807948756_noticia.html

La propuesta de Conthe de regular este tipo de asociación y permitir su registro ha tenido que lidiar con algunas líneas rojas, esta propuesta ha sido recogida con cierto escepticismo por parte de los órganos gestores de las sociedades cotizadas¹³. Este escepticismo se debe a que desconfían que las asociaciones de accionistas sirvan para mejorar la gestión de las sociedades. En las sociedades cotizadas existe un pacto tácito de no injerencia del accionariado en la gestión social de la compañía, fundada en la separación entre gestores y propietarios. Este razonamiento esta soportado bajo la creencia de que es más eficiente una gestión sin injerencia, permitir una gestión discrecional es más eficiente en términos económicos y, a posteriori, someterlo al control por los accionistas en las juntas de generales.

El hecho de que hayan aparecido estas asociaciones y, su posterior regulación y reconocimiento, hace creer que las asociaciones de accionistas pueden afectar a esta separación de funciones de gestión y control. Legalmente no está reconocida la injerencia de los accionistas en la gestión de las compañías. Las funciones de las asociaciones deben limitarse a agrupar al accionariado y acumular a sus representantes con el fin último de ejercer una función de control.

Podemos encontrar ciertas contradicciones entre las declaraciones a favor de estimular la participación del accionariado en la vida social y el rechazo a las asociaciones de accionistas. En una mano se manifiesta la voluntad de mejora del gobierno corporativo en interés de los accionistas, que al fin y al cabo son los propietarios de la sociedad. En otra mano, son un tanto escépticos y se resisten a que los accionistas puedan llegar a tener protagonismo en la vida social de la empresa. Se da un sinsentido un tanto contradictorio, ya que los mismos que se quejaban de que los accionistas se desentendieran de la marcha de la sociedad y comportarse como únicamente unos especuladores de acciones, ahora, al intentar cambiar ese hecho, rechazan el activismo de los accionistas por el peligro que puede representar para el buen funcionamiento de las sociedades.

¹³ ZUNZUNEGUI, FERNANDO ., en la revista de Derecho del Mercado Financiero. Disponible en: <http://www.rdmf.es/2006/07/que-son-las-asociaciones-de-accionistas/>

2.2 Aproximación a las asociaciones de accionistas

Las **Asociaciones de accionistas** nacen del amparo en el Derecho común, se puede entender que es un derecho que surge de las asociaciones de los consumidores. Por analogía podemos entender a los accionistas como consumidores de un producto financiero en un mercado concreto, el mercado de valores. Por lo que debemos revestirlos de derechos y garantías para que los puedan ejercer de un modo efectivo y con totales garantías.

Las Asociaciones de accionistas minoritarios se revisten de forma como personas jurídicas con naturaleza de asociación, caracterizadas por agrupar accionistas minoritarios de sociedades cotizadas en Bolsa con el fin de facilitar la relación con los gestores de las sociedades de las que son inversores para defender sus intereses.

Este tipo de asociaciones exige que los sujetos creadores y los que se aglutinen en este tipo de asociación sean accionistas minoritarios, accionistas de sociedades cotizadas que no posean una participación lo suficientemente grande y, también, que no mantengan vínculos con los accionistas que ejercen el control y participan en la gestión de la sociedad.

Son una figura moderna en España ya que su regulación es muy incipiente y ésta figura se consolidó legalmente en 2014 con la aprobación de la modificación de la Ley de Sociedades de Capital ¹⁴ para la mejora del gobierno corporativo.

Se consiguió incluir esta figura en la legislación gracias a los artículos de buen gobierno corporativo y el avance en las propuestas de Conthe lo que derivó en que en la propuesta del código mercantil se regularan de una forma más o menos extensa haciendo mención tanto a su forma, requisitos y financiación que analizaremos seguidamente.

¹⁴ Ley 31/2014 de 3 de diciembre que modifica la LSC.

Capítulo 2

- i. Fundamento**
- ii. El Derecho de asociación**
- iii. Regulación de las Asociaciones de Accionistas**
 - iii. i Requisitos*
 - iii. ii Representación*
- iv. Financiación**
- v. Comparativa con otras legislaciones**
 - v. i Asociaciones de accionistas en Francia*
 - v. ii Asociaciones de accionistas en Italia*
 - v. iii Asociaciones de accionistas en Reino Unido*
 - v. iv Asociaciones de accionistas en otros países*

3.1 Fundamento

En la actualidad española, el fenómeno de las Asociaciones de accionistas puede parecer algo muy moderno y de carácter novedoso y democrático. Lo cierto es que en España este tipo de asociaciones llegan en un momento un tanto tardío a nuestra cultura económica y accionarial. Estas asociaciones ya formaban parte de la vida social del entorno jurídico-económico en Europa como también en Estados Unidos.

Esta cultura de asociacionismo de accionistas minoritarios ha estado en auge en las últimas décadas. Para entender el motivo del porqué surgen, tal y como se ha relatado brevemente en la introducción del trabajo, se debe a dos motivos:

- Primero destacar el aumento y expansión de las grandes sociedades anónimas. Este tipo de corporaciones con el paso del tiempo se han ido haciendo más grandes y han ido adquiriendo otras empresas formando conglomerados muy grandes, teniendo un gran número de acciones ofertadas en los mercados de valores.

También, desde mi humilde opinión, puedo deducir que la globalización y la expansión tecnológica, refiriéndome a la accesibilidad a la información de un mayor número de personas y a la apertura y facilidad que ésta conlleva para operar en otros mercados, ha hecho que muchas más personas tengan acceso a la compra de acciones de las sociedades cotizadas.

- En segundo lugar, podemos justificar un segundo motivo de esta adquisición de mayor número de personas debido a la tendencia conocida como el *capitalismo popular*¹⁵. La ex primera ministra del Reino Unido Margaret Thatcher definió este fenómeno como: “*El capitalismo popular no es nada menos que una cruzada para empoderar a la mayoría en la vida económica de la nación*” Esta corriente propone que los recursos económicos se mantengan principalmente en los poderes privados. Este pensamiento y, también,

15 teoría burguesa abiertamente apologética sobre la presunta transformación del actual capitalismo monopolista de Estado en un nuevo régimen social en el que desaparecen las clases y las contradicciones de clase, se "democratiza el capital" y se "nivelan los ingresos"

la difusión y descentralización de la economía en manos de mayor cuota de personas dan explicación a la adquisición de un mayor número de pequeños inversores, fenómeno cada vez más común.

El “capitalismo popular” ha devengado en que millones de pequeños ahorradores entren en el accionariado de estas grandes sociedades cotizadas. Este hecho supone un reparto extenso de un porcentaje muy pequeño de las empresas en manos de un gran número de accionistas. En consecuencia, han ido formándose este tipo de asociaciones que buscan la tutela de los titulares de un gran número de participaciones, esto es el “núcleo duro” o más comúnmente llamado en términos económicos como capital flotante. Estos son aquellos titulares que no ejercen el control sobre las decisiones corporativas y buscan un equilibrio del poder de los socios de control. Generalmente en las empresas cotizadas donde hay un gran número de capital flotante ofrecen a los accionistas minoritarios más posibilidades de participar en las decisiones societarias y mayores posibilidades de liquidez.

Podemos encontrar el embrión de estas asociaciones de accionistas en los países donde el desarrollo económico era más favorable que en nuestro país. En esos países ha habido una creciente tendencia a canalizar los ahorros vía acciones. Esto derivó en que comenzaran a crearse clubs ¹⁶o distintos comités de accionistas donde se agrupaban inversores y entre ellos compartían inquietudes y también hacer “networking” entre inversores. Podemos destacar países como EEUU, UK, Alemania o Canadá donde este fenómeno era mayor y ha derivado en una asociaciones más potentes y con una notoria expansión e incidencia en la vida social de las cotizadas.

Desgraciadamente, en España, no hay tanta costumbre en temas de asociaciones de accionistas debido a la coyuntura político/económica del pasado siglo donde teníamos un sistema económico autárquico. Debido a lo anterior las grandes corporativas generalmente estaban a manos del Estado, por lo que no había tanta cultura en cuanto a sociedades capitalizadas e

¹⁶ RODRÍGUEZ ARTIGAS, Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas: Estructura de Gobierno y Mercados, Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2006. Estos clubs no pueden considerarse Asociaciones de accionistas, ya que estas emanan de la propia sociedad y, en cambio, estos clubs nacen de la iniciativa individual.

inversión y menos aún cultura de canalizar el ahorro mediante la compra de acciones de sociedades cotizadas.

Antes de la regularización de éstas asociaciones en 2014 por la legislación en materia mercantil, lo cual constituyó un hito muy novedoso, que en comparativa con otros países no lo es tanto, en España, sí que se habían formado estas asociaciones pero con una distinta naturaleza.

Podemos destacar el embrión de las mismas en la historia económica y más concretamente societaria en España. Anteriormente existían unas asociaciones ad hoc, es decir, creadas para el caso concreto y a posteriori para defender los intereses de éstos accionistas minoritarios en casos de cierto escándalo. Por ejemplo, podemos destacar el caso de la reagrupación de los accionistas de Banesto (caso Banesto/Mario Conde) o las de Terra. Lo que distinguía a estas asociaciones de una asociación de accionistas propiamente dicha es que se creaban con fecha de caducidad, no tenían vocación de perdurar en el tiempo.

En la propuesta del nuevo Código Mercantil de 2014¹⁷ es cuando se ha procedido por primera vez a dotarles de un carácter de continuidad y garantista de un modo estable. Es la primera vez en la que se propugna y se pretende que se regulen y se incorporen estas asociaciones en el articulado mercantil y por ende, en la vida societaria de las cotizadas.

Nuestro articulado referente a estas asociaciones guarda una estrecha relación- más adelante analizaremos el derecho comparado en este aspecto- y sirviéndonos casi de modelo, con la legislación al respecto de países como Italia o nuestro vecino Francia. Nos hemos nutrido, en parte, de modelos de nuestro entorno para que nos sirvan de patrón para nuestra regulación asociacionista.

¹⁷ Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación en 2013. En las que se incluye por vez primera la propuesta de incorporar las Asociaciones de accionistas en la regulación Mercantil.

3.2 El Derecho de Asociación

Las asociaciones de accionistas son asociaciones per se, por lo que debemos tener en cuenta el derecho fundamental a la libertad de asociación, reconocido constitucionalmente en el **ARTÍCULO 22 DE LA CE**.

“1. Se reconoce el derecho de asociación.

2. Las asociaciones que persigan fines o utilicen medios tipificados como delito son ilegales.

3. Las asociaciones constituidas al amparo de este artículo deberán inscribirse en un registro a los solos efectos de publicidad.

4. Las asociaciones sólo podrán ser disueltas o suspendidas en sus actividades en virtud de resolución judicial motivada.

5. Se prohíben las asociaciones secretas y las de carácter paramilitar.”

Este artículo lo encontramos en la sección 1ª de capítulo 2º del Título 1º de nuestra carta magna. Al estar en este encuadre en la CE, tal y como dispone el artículo 53¹⁸, éste derecho es susceptible de la tutela constitucional¹⁹. Esta argumentación es muy importante ya que en lo dispuesto anteriormente se ve claramente el gran valor que tienen estas asociaciones y su especial protección por la Constitución, norma básica de nuestro ordenamiento jurídico.

18 Artículo 53.1 de la CE: *“Los derechos y libertades reconocidos en el Capítulo segundo del presente Título vinculan a todos los poderes públicos. Sólo por ley, que en todo caso deberá respetar su contenido esencial, podrá regularse el ejercicio de tales derechos y libertades, que se tutelarán de acuerdo con lo previsto en el artículo 161, 1, a).”*

19 Tal y como relata el artículo 53 de la CE, hacemos remisión al 161.1 a) de la CE : *“Del recurso de inconstitucionalidad contra leyes y disposiciones normativas con fuerza de ley. La declaración de inconstitucionalidad de una norma jurídica con rango de ley, interpretada por la jurisprudencia, afectará a ésta, si bien la sentencia o sentencias recaídas no perderán el valor de cosa juzgada. “*

Las antiguas asociaciones de accionistas se agrupaban bajo el amparo de ésta disposición, lo que realmente difiere con la legislación actual, y, anteriormente a la aprobación del código en 2014, es que esas asociaciones no tenían el fin de una mayor participación de sus socios en la vida social de la empresa. No fue hasta la creación de la AEMEC²⁰; una asociación de accionistas minoritarios de empresas cotizadas, sin ánimo de lucro, creada para defender y proteger los intereses de los accionistas minoritarios para fomentar la participación de éstos en la vida social de las empresas fomentando la defensa colectiva de sus derechos. En el artículo cuarto de sus estatutos afirman que tienen el siguiente objetivo: *“fomentar y promover la integración de sus asociados en el cuerpo social de cada sociedad”*. La problemática surge en que esta integración debe realizarse mediante una constitución, ya que estas asociaciones carecen de legitimación para representar a sus asociados. Para que estén legitimadas y tengan la potestad, reconocimiento y representación deben seguir el procedimiento previsto en el artículo 186 y 539 del Real Decreto Legislativo 1/2019 de 2 de julio:

“ Artículo 186. Solicitud pública de representación en las sociedades anónimas.

1. En las sociedades anónimas en el caso de que los propios administradores, las entidades depositarias de los títulos o las encargadas del registro de anotaciones en cuenta soliciten la representación para sí o para otro y, en general, siempre que la solicitud se formule de forma pública, el documento en que conste el poder deberá contener o llevar anejo el orden del día, así como la solicitud de instrucciones para el ejercicio del derecho de voto y la indicación del sentido en que votará el representante en caso que no se impartan instrucciones precisas.

2. Por excepción, el representante podrá votar en sentido distinto cuando se presenten circunstancias ignoradas en el momento del envío de las instrucciones y se corra el riesgo de perjudicar los intereses del representado. En caso de voto emitido en sentido distinto a las instrucciones, el representante deberá informar inmediatamente al representado, por medio de escrito en que explique las razones del voto.

3. Se entenderá que ha habido solicitud pública cuando una misma persona ostente la representación de más de tres accionistas.

²⁰ Asociación Española de Accionistas Minoritarios de Empresas Cotizadas. Información disponible en <https://www.aemec.eu/>

4. Lo dispuesto en este artículo será de aplicación a los miembros del consejo de control de una sociedad anónima europea domiciliada en España que haya optado por el sistema dual.

Artículo 539. Instrumentos especiales de información.

1. Las sociedades anónimas cotizadas deberán cumplir los deberes de información por cualquier medio técnico, informático o telemático, sin perjuicio del derecho de los accionistas a solicitar la información en forma impresa.

2. Las sociedades anónimas cotizadas deberán disponer de una página web para atender el ejercicio, por parte de los accionistas, del derecho de información, y para difundir la información relevante exigida por la legislación sobre el mercado de valores. Asimismo, las sociedades anónimas cotizadas publicarán en dicha página web el periodo medio de pago a sus proveedores, y, en su caso, las medidas a que se refiere el último párrafo del artículo 262.1.

En la página web de la sociedad se habilitará un foro electrónico de accionistas, al que podrán acceder con las debidas garantías tanto los accionistas individuales como las asociaciones voluntarias que puedan constituir, con el fin de facilitar su comunicación con carácter previo a la celebración de las juntas generales. En el foro podrán publicarse propuestas que pretendan presentarse como complemento del orden del día anunciado en la convocatoria, solicitudes de adhesión a tales propuestas, iniciativas para alcanzar el porcentaje suficiente para ejercer un derecho de minoría previsto en la Ley, así como ofertas o peticiones de representación voluntaria.

3. Al consejo de administración corresponde establecer el contenido de la información a facilitar en la página web, de conformidad con lo que establezca el Ministerio de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

4. Los accionistas de cada sociedad cotizada podrán constituir asociaciones específicas y voluntarias para ejercer la representación de los accionistas en las juntas de sociedades cotizadas y los demás derechos reconocidos en esta Ley. A estos efectos, las asociaciones deberán cumplir los siguientes requisitos:

a) Tendrán como objeto exclusivo la defensa de los intereses de los accionistas, evitando incurrir en situaciones de conflicto de interés que puedan resultar contrarias a dicho objeto.

b) Estarán integradas, al menos, por cien personas, no pudiendo formar parte de ellas los accionistas con una participación superior al 0,5 por ciento del capital con derecho de voto de la sociedad.

c) Estarán constituidas mediante escritura pública que deberá inscribirse en el Registro Mercantil correspondiente al domicilio de la sociedad cotizada y, a los meros efectos de publicidad, en un registro especial habilitado al efecto en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En la escritura de constitución se fijarán las normas de organización y funcionamiento de la asociación.

d) Llevarán una contabilidad conforme a lo establecido en el Código de Comercio para las sociedades mercantiles y someterán sus cuentas anuales a auditoría de cuentas. Dentro del mes siguiente a la aprobación de las cuentas anuales del ejercicio anterior por la asamblea de los miembros de la asociación, esta deberá depositar en el Registro Mercantil un ejemplar de dichas cuentas, junto con el correspondiente informe de auditoría, y una memoria expresiva de la actividad desarrollada, remitiendo copia de estos documentos a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Como documento anejo a los anteriores, remitirán también a la Comisión Nacional del Mercado de Valores una relación de los miembros de la asociación al día en que hubiere finalizado el ejercicio anterior.

e) Llevarán un registro de las representaciones que les hubieran sido conferidas por accionistas para que les representen en las juntas generales que se celebren, así como de las representaciones con que hubieran concurrido a cada una de las juntas, con expresión de la identidad del accionista representado y del número de acciones con que hubiera concurrido en su nombre. El registro de representaciones estará a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y de la entidad emisora.

Las asociaciones de accionistas no podrán recibir, de forma directa o indirecta, cantidad o ventaja patrimonial alguna de la sociedad cotizada.

Reglamentariamente se desarrollarán los requisitos de las asociaciones de accionistas para el ejercicio de los derechos que se les atribuyen en esta Ley, que comprenderán, al menos, los requisitos y límites para su constitución, las bases de su estructura orgánica, las reglas de su funcionamiento y los derechos y obligaciones que les correspondan, especialmente en su relación con la sociedad cotizada, así como el régimen de conflictos de interés que garanticen el adecuado cumplimiento de los fines para los que se constituyen.

5. Asimismo, se faculta al Gobierno y, en su caso, al Ministerio de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para desarrollar las especificaciones técnicas y jurídicas necesarias respecto a lo establecido en este artículo.”

En base a lo anterior, aunque las asociaciones de accionistas tengan un régimen jurídico específico no es la única vía legal para la defensa de sus intereses. Estos pueden optar por el modelo de las asociaciones especializadas amparadas por el Derecho Común, aunque esto no tendría

mucho sentido ya que proporciona una tutela menor de sus derechos a los accionistas.

Anteriormente, antes de la aprobación del nuevo código mercantil, sí que existían asociaciones –tal y como hemos comentado anteriormente- amparadas bajo este Derecho Constitucional, es el caso de la AEMEC.

3.3 Regulación de las Asociaciones de Accionistas

En todos los puntos anteriores hemos ido aproximándonos al fenómeno del asociacionismo accionario tanto en su vertiente primogénita como en su origen con la AMEC. Aclarado anteriormente, éste organismo estaba amparado por un presupuesto constitucional pero no había hasta la aprobación del Código Mercantil de 2010 una regulación específica de las asociaciones de accionistas.

Esta inclusión de estas asociaciones en materia mercantil se debe a la propuesta que elaboró la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación y por la Comisión de Expertos en materia de gobierno corporativo. Las conclusiones de la comisión de expertos en gobierno corporativo propuso la modificación de la ley 12/2010 en el artículo 539²¹.

En 2014 se presentó la propuesta de ley presentado por la comisión General de Codificación, en la que llevaban trabando desde 2006 e incluía la regulación de estas asociaciones con el título de: "de las asociaciones y del foro de accionistas".

En este texto se incluye la primera propuesta para la regulación legal en nuestro ordenamiento acerca de este tipo de instituciones. Encontramos la regulación de estas asociaciones en la subsección séptima, del capítulo tercero de la sección tercera que versa sobre las sociedades anónimas cotizadas. Concretamente encontramos la regulación específica en el artículo 283, que también incluye los foros electrónicos de accionistas- haremos una breve mención a ellos más adelante-.

²¹ Artículo 539. Instrumentos especiales de información. Está redactado en la página 21 de éste trabajo.

Llegados a este punto vamos a proceder a analizar lo contenido en cada artículo. El art. 283.23²² hace un reconocimiento expreso de los accionistas de las sociedades cotizadas a tener el derecho a que constituya asociaciones para poder defender sus intereses comunes.

Al final no se aprobó absolutamente toda la propuesta del código mercantil y en materia de asociaciones de accionistas se incorporó la nueva regulación en la ley 31/2014 de 3 de diciembre por la que se modificó la LSC para la mejora del gobierno corporativo, concretamente las disposiciones legalmente aprobadas las encontramos tanto en el artículo 497 “*derecho a conocer la identidad de los accionistas*” y en la disposición cincuenta y nueve que modifica los apartados 2 y 4 del artículo 539.

Vemos que el asociacionismo accionarial tiene un reconocimiento expreso en materia mercantil (LSC). Ahora bien, es interesante plantearse si guarda relación con el derecho de asociación recogido en nuestra carta magna. Este artículo (283 de la propuesta y aprobado en el 539 de la LSC) es excesivamente general por lo que no aclara si pretende estar amparado en el artículo 22 de la Constitución Española. Esto no es un tema baladí, ya que de estar amparado constitucionalmente, tal y como reza el artículo 53.1 y su remisión al 161.1.a) y b)²³ estas asociaciones gozarían de una protección constitucional, habilitando a interponer un recurso de amparo en base a la vulneración del derecho de asociacionismo accionarial. Ya que no se aclara en la aprobación del articulado de la LSC, tenemos la oportunidad de valorarlo de modo extenso y podríamos justificar legalmente el amparo constitucional, gozando éstas de una protección férrea por parte de la Constitución Española.

Vamos a analizar, haciendo un estudio y comparativa de la regulación de las asociaciones de accionistas acerca de cuál es su **objeto**, es decir,

²² El artículo 283.23 dispone lo siguiente: El derecho a constituir asociaciones específicas y voluntarias para el ejercicio de sus derechos y la mejor defensa de sus intereses comunes.

²³ Artículo 161 de la CE:

1. El Tribunal Constitucional tiene jurisdicción en todo el territorio español y es competente para conocer:
 - a) Del recurso de inconstitucionalidad contra leyes y disposiciones normativas con fuerza de ley. La declaración de inconstitucionalidad de una norma jurídica con rango de ley, interpretada por la jurisprudencia, afectará a ésta, si bien la sentencia o sentencias recaídas no perderán el valor de cosa juzgada.
 - b) Del recurso de amparo por violación de los derechos y libertades referidos en el artículo 53, 2, de esta Constitución, en los casos y formas que la ley establezca.

concretamente que fin tienen y como se componen o, mejor dicho, quienes las componen.

En el artículo 283.24 define el objeto (posteriormente incluido en el 539.4 a) de la LSC), único y exclusivo de las asociaciones de los accionistas es velar por la defensa de los intereses de los que sean accionistas dentro de una sociedad cotizada, esto es, que este dividida por acciones.

Este artículo delimita muy bien el objeto de las asociaciones ya que, al hablar en plural, pretende evitar el riesgo de que uno de ellos (accionista minoritario) pueda perturbar de forma clara, no teniendo un porcentaje suficiente como para operar en el modelo decisorio de la sociedad pero utilizando estas asociaciones pretenda utilizarla como un instrumento de presión para su propio fin.

También hay que tener especial cuidado para que estas asociaciones bajo la cobertura legal que le pudiera dotar este artículo pretendan buscar fines contrarios al interés general de la sociedad o de los demás accionistas.

Ya habiendo esbozado, y siendo claro debido a la exposición anterior en todo este trabajo del objeto de las asociaciones de accionistas, vamos a abordar la composición de las mismas, recogida en el artículo 539. 4. b) y c) de la LSC.

Claro está que un requisito indispensable para formar parte de ellas es ser accionista, pero requiere de un número o agrupación superior de cien accionistas. El fundamento de este requisito numérico es que ésta asociación tenga un mínimo de representatividad y, en mi opinión, para que no se creen tantas como accionistas haya. A mi modo de ver es un buen requisito ya que exige cierta representatividad y entendimiento y así puede servir a un fin más general y común entre los accionistas integrantes de estas asociaciones.

Este requisito también cumple una función de utilidad, si una asociación estuviera constituida, imaginemos, por ocho persona, ésta carecería de influencia para velar y cumplir su fin, que es la tutela de los derechos de los accionistas minoritarios.

También encontramos otro requisito, el cual también parece obvio, ya que si estas asociaciones están integradas por el accionariado minoritario, no tendría sentido que un accionista el cual tuviera un gran número de acciones o un porcentaje elevado del capital formara parte de ellas. Debido a lo anterior, se estable un límite cuantitativo de que cada accionista que

pretenda formar parte de esta asociación debe tener una participación menor de 0.5% del capital con derecho a voto de cualquier sociedad cotizada.

Este artículo tienen un enorme sentido, ya que en línea con el párrafo anterior, los que se integren y agrupen en torno a las asociaciones de accionistas deben ser minoritarios y deben servir para el fin por el cual son creadas, para la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios, para darles voz y garantía de que serán escuchados y que puedan hacerse oír y acceder a la información a la cual, si actuaran de un modo disperso no podrían; pero de ahí, a que pudieran adherirse accionistas con un gran volumen de acciones sería un sin sentido, ya que no parece lógico que estas asociaciones fueran las que tomaran el control y dirección de la sociedad, marcando las directrices y rumbo a seguir de la propia compañía.

Claro está que en España nos queda un largo camino por emprender y mejorar en este fenómeno de las asociaciones, con el paso del tiempo iremos puliendo la normativa tanto en porcentajes máximos para adherirse a estas asociaciones como en el número de accionistas mínimos para constituir la, al fin y al cabo tenemos que ver cómo se comporta en la vida empresarial e ir puliendo legalmente los requisitos de su formación y las capacidades que tienen dentro de una sociedad cotizada. No obstante, es digno de celebración la intención del legislador de incluir buscar el interés de la parte más débil en la estructura social de las cotizadas.

3.3.1 Requisitos

Anteriormente hemos comentado el contenido del artículo 283²⁴, el cual no se incluyó en la aprobación del Anteproyecto de Ley del código Mercantil pero sí en el artículo 539 de la LSC. La evolución de éstas asociaciones está encaminada a configurarlas como una estructura de órgano de mediación entre administradores y socios minoritarios, pero queda aún un largo camino para su pleno reconocimiento y ejercicio.

Actualmente encontramos la regulación de los requisitos mínimos en el ya comentado artículo 539²⁵ de la LSC, que establece: *“los accionistas de cada*

²⁴ Éste artículo estaba en la Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación de 2013. (encontramos la propuesta en un Link en la bibliografía)

²⁵ Remisión a la página número 21 de éste trabajo

sociedad cotizada podrán constituir asociaciones específicas y voluntarias para ejercer la representación de los accionistas en las juntas de sociedades cotizadas y los demás derechos reconocidos en esta Ley”

Por ello podemos destacar como requisitos mínimos los siguientes:

- Delimitar el objeto. Estas asociaciones debe tener como único objetivo la defensa de los intereses de los accionistas. Es un requisito indispensable ya que se debe evitar cualquier conflicto de interés que pueda contrariar este objetivo.
- Exige que se constituyan mediante escritura pública. Deben estar inscritas en el registro mercantil del domicilio donde esté inscrita la sociedad cotizada en torno a la cual se crean estas asociaciones de accionistas. También debe estar habilitada por la Comisión Nacional de Mercado de Valores para que de publicidad.

En esta escritura de constitución se deben fijar las normas y estatutos de la organización, así como el funcionamiento de la misma. El legislador no ha entrado a definir cuál debería ser su estructura interna, por lo que deja bastante margen de autonomía. A pesar de ello, podemos destacar que las asociaciones especiales, al igual que las asociaciones comunes, se deben estructurar sobre la base de una pluralidad de órganos, donde se delimiten las competencias y facultades que tienen cada uno dentro de la asociación. Se constituirá una asamblea general como órgano supremo, el cual adoptará acuerdos de modo democrático en base al principio mayoritario. En el caso de que haya asociaciones de tipo horizontal²⁶, esto es, que agrupen accionistas de varias compañías cotizadas, se deberá constituir asambleas sectoriales donde se decidan y discutan los aspectos de cada sociedad cotizada de modo individual, esto es, una división dentro de una gran asociación por cada sociedad cotizada.

Este requisito tiene una gran importancia ya que es un requisito constitutivo, de tal modo que de no constituirse de tal modo, no sería

²⁶ Destacamos la AEMEC. Asociación Española de Accionistas Minoritarios de Empresas Cotizadas

posible recibir ninguna tutela especial. Tiene sentido en cuanto a las obligaciones de publicidad, ya que deberá inscribirse tanto el Registro mercantil como en el registro especial de la CNMV.

- Deberán poner a disposición de la Comisión Nacional de Mercado de Valores un registro donde se identifique con claridad los accionistas que forman parte de la asociación de la cual pretenden representación. Además se deberá anotar el número de acciones que tienen en representación.
- Otro requisito que ya hemos comentado previamente²⁷, es el requisito mínimo de cien accionistas. Deben tener al menos una representación y aglutinación de cien accionistas minoritarios, como también que cada uno de ellos no tenga un porcentaje superior al 0,5 por ciento de capital con derecho a voto.
- Por último, se requiere según lo que en el código de comercio²⁸ la llevanza de una contabilidad conforme a sus normas y someter las cuentas anuales a una auditoría de cuentas. Una de las obligaciones específicas en materias de contabilidad es que las asociaciones, en el mes siguiente a la aprobación de las cuentas anuales del ejercicio por parte de la asamblea de asociados, deben proceder a la entrega en el registro mercantil de las cuentas junto con la memoria. Además de remitir los libros a la CNMV.
- También podemos destacar como requisito la exigencia de transparencia. Esta se manifiesta en la obligación de comunicar a la CNMV la identidad de los accionistas que integran la asociación. Esta medida resulta indispensable para garantizar la independencia de la asociación y también de la transparencia en su composición. Gracias a este requisito de transparencia se puede prevenir el riesgo de que ésta asociación caiga en determinados fines e intereses puramente individuales, omitiendo el interés colectivo, el cual es el fin de su creación.

²⁷ Requisito comentado en la página 25 de éste trabajo, extraído del artículo 536 de la LSC.

²⁸ Contenido en el título III del código de comercio en la sección primera. Artículos 25 y siguientes.

Como garantía de esta transparencia en toda sociedad cotizada en la que haya una asociación de accionistas, se debe habilitar un espacio en la página web corporativa de la compañía para que haga uso de ella la asociación o, también, facilitar una dirección/enlace de la web que tenga la asociación si la tuviere. La finalidad de esta garantía es la pretensión de la integración de las asociaciones en la vida social de las cotizadas. Otra cuestión de esta garantía es la obligación de la CNMV de facilitar a coste cero a cualquier solicitante, la información²⁹ de las asociaciones, incluyendo también el domicilio de las que hubiere.

3.3.2 Representación

Otro aspecto fundamental en cuanto a la regulación de las asociaciones de accionistas son los poderes de representación. Tal y como hemos ido esbozando en el trabajo el fin de estas asociaciones es representar el interés de los accionistas minoritarios agrupados en estas asociaciones para buscar la tutela de sus derechos e intereses.

En este sentido, se establece la obligación registral de las representaciones que les hayan otorgado los accionistas para representarles en las juntas generales. También las representaciones con las que hubieran acudido a cada una de las juntas que ya se hubieran celebrado previamente. En extensión de la garantía de transparencia que hemos comentado en el punto anterior, deben facilitar la identidad del representado y el número de accionistas a los que representa.

La regulación específica en cuanto a representación lo encontramos en el punto e) del .4 del artículo 539 de la LSC aprobado en la ley 31/2014 de 3 de diciembre que dice así ³⁰: *“Llevarán un registro de las representaciones que les hubieran sido conferidas por accionistas para que les representen en las juntas generales que se celebren, así como de las representaciones con que hubieran concurrido a cada una de las juntas, con expresión de la identidad del accionista representado y del número de*

²⁹ Punto (4) de la Directiva UE 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de Mayo de 2017 disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=ES>

³⁰ Reproducción literal del artículo, disponible en el BOE: https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2014-12589

acciones con que hubiera concurrido en su nombre. El registro de representaciones estará a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y de la entidad emisora.”

Esta obligación de registro de representación tiene una doble horquilla, primero y de modo interno para la propia asociación; la obligación de llevanza de un registro con las representaciones conferidas. En segundo lugar, en la vertiente externa de este requisito, cumple con la obligación de presentación del registro a la comisión nacional del mercado de valores.

Cabe aclarar que el régimen jurídico en materia de representación, no otorga las asociaciones una legitimación general para que ejerza la representación de todos sus asociados o componentes. Es necesario un reconocimiento de apoderamiento para que el representante pueda ejercitar la representación de cada uno de los integrantes. También, se recoge una previsión que determina que las sociedades cotizadas que tengan una asociación de accionistas, tendrán derecho a que se les proporcione una copia gratuita de los datos de la asociación, esto parte de la base de que no sea vea afectado el interés social y así evitar comportamientos egoísta y utilitaristas para fines privados de la asociación. Así se garantiza su correcto funcionamiento y viabilidad de la sociedad.

3.4 Financiación

Una vez hemos analizado a fondo la legislación o los requisitos legales de las asociaciones de accionistas toca abordar el tema de la financiación. La regulación que versa en este aspecto lo encontramos en el artículo 283³¹ de la propuesta del código Mercantil y en la aprobación de la reforma de la LSC en el artículo 539.4 el cual es una reproducción literal de la propuesta, por lo que el legislador respetó la propuesta del código en cuanto a la estructura y límites de financiación de las asociaciones de accionistas.

Este artículo prohíbe de forma expresa que éstas se financien por parte de la sociedad cotizada, es decir, la sociedad cotizada en torno a la que se crea esta asociación no puede recibir fondos, de modo directo o indirecto por parte de la sociedad.

³¹ Concretamente lo encontramos en el artículo 283.29, que dispone lo siguiente: *“las asociaciones de accionistas no podrán recibir, de forma directa o indirecta, cantidad alguna de la sociedad cotizada”*

A priori este artículo parece bastante injusto, ya que si los accionistas minoritarios tienen que costear los fondos de la asociación no tendría mucho sentido debido a la baja proporción de acciones que poseen. Pero si lo analizamos a fondo y desde una perspectiva más panorámica, podemos entender este fundamento del siguiente modo: Si la asociación recibe fondos por parte de la cotizada, supondría que la sociedad controla en mayor o menor medida la asociación y pasaría a ser un instrumento al servicio de la sociedad y no de los accionistas minoritarios. A largo plazo perdería su razón de ser y no podrá defender ni tutelar los derechos de los accionistas minoritarios.

De todos modos, a mi modo de ver, si que estaría bien que recibieran algún tipo de financiación o ayuda ya que al fin y al cabo esta asociación gira en torno a la propia sociedad y el fin último es incidir en la misma y garantizar la participación e intereses de los accionistas que se configuran en la sociedad.

El problema de la financiación es un aspecto un tanto complicado, donde queda un largo camino por recorrer.

Analizando el artículo, pero también la voluntad legal de que estas asociaciones perduren en el tiempo, considero que se debería proponer algunas medidas que faciliten su desarrollo y sostenibilidad.

Debido al conocimiento que he adquirido al realizar este trabajo acerca de las asociaciones de accionistas y, más concretamente, viendo este hándicap en cuanto a financiación voy a permitirme diseñar un modelo donde yo creo que sería un buen medio de financiación donde se aseguraría tanto la sostenibilidad de la misma y permitiría la no injerencia y control de la sociedad en estas asociaciones.

Sería interesante que se considerase un híbrido en financiación, esto es, aplicando la prohibición taxativa de financiación por parte de la sociedad cotizada pero con excepciones que aseguren su fin último, que es la defensa colectiva de derechos y la tutela de los mismos. Propondría una financiación por parte de la sociedad, sujeta a la condición legal de que haya una cuota de representatividad de, al menos, un 85% de los accionistas integrantes de la asociación por propuesta (es decir, que en las propuestas en las que se hagan con una participación igual o mayor a 85 accionistas la asociación reciba una financiación por los gastos incurridos para hacer efectiva esa

propuesta). Con esta medida pretendería garantizar tanto el fin último de estas asociaciones que son la representación colectiva (85% de accionistas) de los intereses, como también evitar la instrumentalización de la misma a fines particulares, ya que con este condicionante de porcentaje aseguramos la participación la gran mayoría de los integrantes. De igual modo, con esta posible medida, se garantizaría la viabilidad de la asociación (si cumplen con este mínimo de representatividad reciben financiación por parte de la sociedad), ya que a mi modo de ver, estas asociaciones se forman debido a una “discriminación” de este accionariado minoritario en cuanto a sus derechos e intereses, parece lógico éste “contrapeso” para asegurar la validez y voz de esta minoría, y un modo de garantizar esta democracia corporativa es que obtengan financiación.

Otra posible medida sería que hubiera un organismo estatal garantista de imparcialidad, evitando una injerencia controladora de la sociedad, así éste organismo garantizaría la imparcialidad y viabilidad de las asociaciones de accionistas minoritarios y el fin que persigue que es la tutela de las minorías y asegurar y representar sus derechos. También sería posible, una pequeña exención fiscal temporal, para aquellas cotizadas que financien a sus asociaciones para que se garantice este asociacionismo, a las compañías que “inviertan” en la tutela de los derechos minoritarios y su representación, así si reciben algún tipo de beneficio invertirían por este motivo y no con un fin controlador asegurando la no injerencia.

Todos estos posibles sistemas de financiación distan mucho de la realidad que nos atañe, aunque sería interesante su valoración tanto por parte del ministerio de justicia como por parte de las sociedades cotizadas.

Sería interesante que adoptáramos un modelo de financiación similar al que propone la doctrina americana³², que propugna la posibilidad de que se financien las propuestas que sean iniciativa de los accionistas cuando ejerzan una actuación colectiva -en línea de lo sugerido anteriormente-. Esto supondría abrir la posibilidad a la financiación de las asociaciones de accionistas, siempre y cuando se ejerza su actuación en el marco de actuaciones colectivas y no desde un prisma de control individual.

³² ROMANO, R. “Less is more: Making shareholder activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance” extraído del Yale Journal on Regulation.

3.5 Comparativa entre otras legislaciones

Analizada la legislación española y el funcionamiento de las asociaciones de accionistas en la vida social de las empresas es un buen momento para entrar a estudiar lo contenido en otras legislaciones acerca de estas figuras.

Tal y como se ha apuntado en el trabajo, el fenómeno de las asociaciones de accionistas en nuestro país es un fenómeno muy incipiente y moderno, en cambio, en otros países llevan bastante tiempo utilizando estas figuras y depurando su legislación. En mi opinión es importante hacer una comparativa ya que podemos aprender mucho de cómo regulan este fenómeno en otras sociedades y si podríamos “copiar” alguna de sus ideas o de su constitución legal.

Podemos afirmar que estos embriones asociacionistas de otros países han influido en nuestra sociedad³³ y al final hemos ido optando por legislarlos y legalizarlos, por lo que han servido de base para su reconocimiento.

Podemos afirmar que la regulación que se propuso en la propuesta de Código Mercantil referente a las asociaciones de accionistas bebió de varias legislaciones europeas. Concretamente de la contenida en nuestros países vecinos como son Italia y Francia.

La Comisión de Expertos en Materia de Gobierno Corporativo (es una comisión con gran influencia en temas relacionados con el buen gobierno) reconoció que el derecho comparado había tenido una gran influencia en la propuesta. Concretamente afirma lo anterior en el informe que se presentó el día 14 de octubre de 2013 en el punto número 3.10³⁴, donde se reconoce expresamente que para su reconocimiento y regulación se tomó de base la legislación Francesa e Italiana.

³³ LÓPEZ SAMANES., “las asociaciones de accionistas en la propuesta de código mercantil” 2014 pag 8-19. Artículo de ICADE.

³⁴ El punto citado (3.10) lo encontramos en las conclusiones del comité de expertos expone lo siguiente: La PCM (Propuesta del Código Mercantil) propone un desarrollo de la regulación de los mecanismos para facilitar la participación de los accionistas (asociaciones de accionistas y foro electrónico de accionistas) que se asemeja en sus líneas generales a la prevista en países como Italia y Francia.

3.5.1 Asociaciones de Accionistas en Francia

Primero analizaremos la regulación de nuestro país más próximo, esto es, Francia. El derecho francés, regula por vez primera las asociaciones de accionistas a través de la *Loi 94-679, du août 1994 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier*, el que posteriormente se transformó en el artículo 225 del Libro II del Código de comercio francés

Tal y como relata este artículo, la legislación francesa otorga legitimación activa para ejercitar los derechos de minoría a aquellas asociaciones que cuenten con accionistas que representen por lo menos un 5% de los derechos de voto, que pueden justificar su inscripción como asociaciones a lo largo de un período de dos años, además de que cumplan con el imperativo de comunicar sus estatus a la sociedad en la que incardinan sus asociados y el órgano supervisor de los mercados financieros, en Francia este organismo tiene el nombre de *Autorité des Marchés Financiers*³⁵.

La legislación francesa reconoce varios Derechos que pueden ejercer estas asociaciones, destacamos los siguientes:

- Pueden solicitar el nombramiento judicial de un mandatario para que convoque la junta general cuando ésta no haya sido convocada por el órgano de administración.
- También pueden solicitar que se incluyan las propuestas de resolución en el orden del día.
- O, Solicitar la recusación por medio judicial de los que auditen las cuentas.
- Además, pueden formular preguntas por escrito al presidente del consejo de administración. Estas preguntas deben estar relacionadas con las operaciones de gestión de la sociedad.
- En línea con lo anterior, se les habilita para ejercitar la acción social o individual de responsabilidad contra los administradores de la compañía. Es decir, se les reviste de un poder de control y de responsabilidad contra los que dirigen y administran la sociedad.

³⁵ LE BARS, B., "La rénovation du statut des associations d'actionnaires et d'investisseurs un épiphénomène révélateur du besoin d'évolution en droit des sociétés", *Revue des sociétés: journal des sociétés*,. Extraído de Dialnet.unirioja.es pags. 428-441.

- Otra característica que podemos destacar de la legislación francesa es que las asociaciones tienen una condición indispensable de defensa de los inversores. Esto lo encontramos en el artículo L452-1 del Code Monétaire et Financier³⁶. Este artículo dispone que las asociaciones tienen legitimación colectiva para ejercer las acciones que consideren cuando se produzcan unos hechos tasados que causen un perjuicio, ya sea directo o indirecto de los intereses de los accionistas que conforman la asociación.

Tal y como hemos comprobado la legislación francesa tiene una regulación más específica y concreta, además de depurada y garantista acerca de las asociaciones de accionistas. Por lo que sería interesante ver cómo funcionan y los resultados que están obteniendo para estudiar si sería posible tomar de referencia alguna de sus normas para aplicarlas y legislarlas en nuestro Código Mercantil.

3.5.2 Asociaciones de Accionistas en Italia

En el continente europeo también hay otras legislaciones donde encontramos este fenómeno de las asociaciones, concretamente analizaremos el régimen italiano, el cual constituye una referencia esencial de la incipiente regulación de nuestro ordenamiento jurídico.

³⁶ Artículo L.452-1 del Code Monétaire et Financier (traducido por DeepL) : Asociaciones declaradas regularmente cuyo objeto estatutario sea expresamente la defensa de los inversores en valores o productos financieros las instituciones financieras pueden entablar acciones judiciales ante todos los tribunales, incluso mediante la constitución de partidos civil, con respecto a hechos perjudiciales, directa o indirectamente, para el interés colectivo de los inversionistas; o de ciertas categorías de ellos. Estas asociaciones son: - las asociaciones autorizadas, con arreglo a las siguientes condiciones de un decreto, previa consulta al Ministerio Público y a la Autorité des marchés financiers, cuando se trate de tener seis meses de existencia y, durante el mismo período, al menos 200 miembros contribuyentes individualmente y cuando sus directivos reúnan las condiciones de honorabilidad y competencia las asociaciones que cumplan los criterios de posesión de derechos de voto definidos por el artículo L. 225-120 del Código de Comercio francés, si han comunicado sus estatutos a la Autorité des marchés financiers.

En la legislación italiana, las asociaciones de accionistas se concibieron como un instrumento el cual pretende el desarrollo de la democracia societaria³⁷.

El fundamento de su creación y regulación, tal y como hemos ido desdeñando en este trabajo, tiene el fin y justificación en fomentar la participación de los socios minoritarios en la junta general, utilizando como medio un incremento del grado del control interno, asegurando el control y la transparencia, como también, el respeto a las normas de buen gobierno corporativo mediante las asociaciones de carácter independiente, en este caso, integradas por millones de accionistas independientes.

De igual modo que en otros países, el desarrollo de esta figura y su inclusión en la vida legal de las sociedades se debe a los movimientos reformistas de gobierno societario. Debido a ello, la regulación de estas asociaciones en Italia se incluyó en el Testo único della Finanza (TUF) que se aprobó en 1998. Este texto supuso la adaptación del ordenamiento italiano al régimen comunitario (Europa) en materia de intermediarios financieros. El fin de este texto es ajustar los estatutos de las sociedades anónimas a las peculiaridades que general el freefloat³⁸. En base a lo anterior, se pretende reforzar el papel de las minorías cualificadas, y para ello se procede a institucionalizar de modo legal las asociaciones de accionistas, para que se transformen en auténticos sujetos de mercado, con una legitimación plena para actuar en el tráfico jurídico para la protección y defensa de sus integrantes.

Además de que puedan crearse estas asociaciones en base a la normativa de Derecho Civil italiano, se regula a mayores una legislación específica para este tipo de asociaciones especializadas, dándoles un mayor nivel de representación con una norma en materia de representación en la junta General, reservada a las asociaciones de accionistas para que puedan obtener y se garantice una tutela adecuada de sus intereses.

Precisar que en la regulación de las asociaciones de accionistas en Italia tiene una especial relevancia, teniendo en cuenta que la estructura societaria italiana se caracteriza por tener un accionariado muy difuso, lo que hace

³⁷ ENCISO ALONDO-MUÑUMER, *La modernización del derecho de sociedades de capital en España*, Tomo I, Thomson Aranzadi, 2011, pp 519-544.

³⁸ Término anglosajón referente al porcentaje total de acciones de una sociedad que es susceptible de ser negociado en bolsa y que no está controlado por accionistas de forma estable. Esto es, el resultado de restarle al número de acciones totales de la empresa menos lo que poseen el grupo controlante.

necesario que los accionistas minoritarios deban estar representados de un modo adecuado y legalmente protegido³⁹.

En cuanto a los requisitos que se exigen a las asociaciones de accionistas en Italia, hay que aclarar que éstas están sujetas a un régimen jurídico específico, para gozar de determinadas atribuciones o prerrogativas para alcanzar sus objetivos. Una de estas prerrogativas, especialmente relevante, consiste en la atribución de legitimación para representar a sus asociados, sin necesidad de seguir el procedimiento establecido legalmente para la solicitud pública de representación⁴⁰.

En el TUF, el artículo 141⁴¹, recoge los requisitos necesarios en materia de constitución, objeto social y participación de los miembros de las asociaciones, aunque no son un requisito indispensable, constituyen un presupuesto para el desarrollo de su actividad representativa. Tal y como relata éste artículo, podemos definir que se exigen las siguientes características⁴²:

- Su composición debe estar integrada por un mínimo de 50 personas físicas (a diferencia de nuestra legislación que exige 100 personas)

³⁹ PELLEGRINO, G. "La nuova disciplina della rappresentanza dell'azionista nelle società quotate profili organizzativi", Giuffrè, Milan, 2002, pp 25-78.

⁴⁰ SPERONELLO, F. "Deleghe di voto e associazione di azioniste nelle società con azione quotate, tesi di Laurea 1998.

⁴¹ Contenido del artículo 141 del TUF: (traducido por DeepL):" 1. No constituye un llamado a licitación en el sentido de la letra b) del apartado 1 del artículo 136, la solicitud de delegación de voto acompañada de recomendaciones, declaraciones u otras indicaciones que puedan influir en la votación dirigida a sus miembros las asociaciones de accionistas que: a) estén constituidas por un contrato privado autenticado; b) no ejerzan sus derechos con arreglo a la legislación del Estado miembro en el que estén establecidas; c) no ejerzan sus derechos con arreglo a la legislación de dicho Estado miembro. actividades empresariales, excepto las que contribuyan directamente a la consecución de los fines de la asociación; c) estén compuestas por al menos 50 personas físicas, cada una de las cuales posee una cantidad de acciones que no excedan del 0,1 por ciento del capital social representado por acciones con derecho a voto. 2. Las representaciones otorgadas a la asociación de accionistas de conformidad con el apartado 1 no se tendrán en cuenta a efectos de cálculo del límite de doscientos accionistas previsto en la letra b) del apartado 1 del artículo 136."

⁴² BALP, S., "Comentario al artículo 141", *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*", D. Lgs. 24 febrero 1998.

- Cada uno de los miembros integrantes de la asociación debe ser propietario de un número de acciones no superior al 0,1% del capital social representado por acciones que tengan derecho a voto.
- Se exige que deben constituirse en escritura privada autenticada. A diferencia de lo que ocurre en España, en principio, no se exige que se eleve a pública ésta escritura.
- Se fija un límite en cuanto a su actividad, éstas no deben ejercitar ninguna actividad empresarial, salvo aquellas en las que resulte inherente a su objeto social. Este requisito tiene sentido ya que se busca evitar posibles conflictos de intereses y garantizar la independencia de estas asociaciones, que no se confundan con otros fines y otros objetos distintos a los de la representatividad y tutela de los derechos de las minorías.

Al igual de lo que pasa tanto en la legislación española como en la italiana, es destacable el número máximo del % a voto de sus integrantes.

Claramente, y tal como hemos anunciado, esto es una garantía de refuerzo y salvaguarda de su propio fin. No tendría sentido que accionistas con un gran porcentaje de acciones se incardinaran en estas asociaciones, ya que éstas perderían el sentido y su propio fin, y probablemente estarían a disposición de intereses de las mayorías, lo que las llevaría a un sinsentido y a una perversión de su objeto como de su propia existencia.

En la legislación italiana el citado artículo 141 no es el único que contiene regulación en materia de las asociaciones de accionistas. Concretamente, en el reglamento de desarrollo del TUF, establece que las asociaciones de accionistas deben proporcionar al *Consob*⁴³, que sería el hermano de nuestra CNMV en Italia, una copia íntegra de los estatutos por los que se rigen en un plazo de cinco días desde que se estipulen estos estatutos.

Además del requisito anterior, también deben enviar un documento donde se enumere tanto, la sociedad de la cual sus accionistas minoritarios crean una asociación de accionistas, como del número de integrantes y su porcentaje sobre el capital. También el fin que tiene la asociación y su modo de funcionamiento, es decir, como se configuran internamente y también su duración.

⁴³ *Commissione nazionale per le società e la Borsa*

Una vez hecho lo anterior, también tienen la obligación de proporcionar a la sociedad de la cual “emanan”, en los siete días siguientes del anuncio de la convocatoria de la Junta General de la sociedad, una lista actualizada de los socios, incluyendo también el porcentaje que representan para garantizar la transparencia. Lo que el legislador italiano deja al libre albedrío al no disponer regulación alguna al respecto es en la estructura interna que deben tener.

En la práctica, las asociaciones, como parece lógico, suelen estructurarse sobre la base de un conjunto de órganos con unas competencias específicas.

Una vez analizado el derecho y legislaciones de países con un sistema jurídico similar al nuestro, es decir, basados en civil law, nos vamos a ir a analizar la regulación de la figura de las asociaciones de accionistas en países donde el sistema jurídico es de common law.

Concretamente, en este apartado analizaremos la legislación del Reino Unido y también haremos mención a la regulación Australiana y la neozelandesa;

3.5.3 Asociaciones de Accionistas en Reino Unido

En el Derecho Anglosajón, la evolución de las asociaciones de accionistas se ha ido haciendo al margen de una regulación legal. En este país, las asociaciones de accionistas se conciben como asociaciones sin ánimo de lucro donde su objetivo o razón de ser (al igual que en el resto de regulaciones) es la tutela de los derechos de los accionistas privados, no de los institucionales.

En el Reino Unido, si hablamos de asociaciones de accionistas es imprescindible mencionar a la UKSA⁴⁴, en la que vemos que en sus estatutos se refleja el fin de estas asociaciones, concretamente, el carácter no lucrativo de las mismas, tal y como disponen sus estatutos:” *“We are structured as a not for profit company limited by guarantee”*.

En la vida societaria inglesa, las asociaciones de accionistas además de proteger y tutelar los derechos de los accionistas privados, también tienen

⁴⁴ “United Kingdom Shareholders Association”

como objeto y propósito, mejorar la comunicación a nivel interno con los accionistas y, también, con el órgano de administración de la sociedad. Para lograr este fin, emplean medios de actuación colectiva, que busca como objetivo mejorar en transparencia corporativa y también de buen gobierno corporativo.

Como hemos señalado anteriormente, el sistema anglosajón mantiene una notable separación entre las asociaciones de accionistas y los organismos reguladores, esto es, de las administraciones públicas que supervisan su actuación.

Podemos definir el fin de estas asociaciones como una horquilla, por un lado su actuación está focalizada hacia el ejercicio de un contrapeso sobre los socios de control de la compañía, los que poseen tal cantidad de acciones que diseñan la ruta social de la misma, como también, actuar como una especie de lobby que pretenda modificar la regulación para que tienda a dar una protección a los accionistas minoritarios.

A pesar de que en UK no exista una regulación específica en este fenómeno de asociaciones de accionistas, sí que podemos ver cierta legitimación que emana del código de buen gobierno corporativo, que elabora el Financial Reporting Council⁴⁵, en el título "*relations with shareholders*".

Es interesante el caso Británico, ya que no tienen una regulación específica, únicamente encontramos la legitimación de las mismas en el código de buen gobierno corporativo anglosajón, pero sin tener una regulación específica, UK es uno de los países donde se ha desarrollado con mayor intensidad el fenómeno del asociacionismo accionarial ya que sus sociedades cotizadas se caracterizan por tener un capital muy disperso⁴⁶.

⁴⁵ Encontramos esta mención en la sección E del código de buen gobierno corporativo del Reino Unido elaborado por el Financial Reporting Council.

⁴⁶ BEBCHUK, L., "Shareholders rights and the DGCL", Delaware Lawyer, nº 26, 2000, pp 16-17

3.5.4 Asociaciones de Accionistas en otros países

Es interesante también estudiar la regulación de las asociaciones de accionistas en países como Nueva Zelanda o Australia; en éste último, encontramos la *Australian Shareholders Association*, cuya finalidad es la de proteger y tutelar al inversor privado mediante la exigencia a la sociedad de que esta mejore en transparencia y en la responsabilidad de los directivos, como también de los administradores en materias tales como la retribución de sus consejeros, el trato con el accionariado minoritario y la distribución del remanente de dividendos.

En la misma línea, encontramos que en Nueva Zelanda hay una institución llamada NZ Shareholders Association, la cual llama a sus socios a que vigilen el comportamiento de los administradores sociales como la de los directivos de la sociedad cotizada, con el fin garantista del cumplimiento de las reglas del buen gobierno corporativo.

Capítulo 3

- i. Figuras afines, el caso de los Foros electrónicos de accionistas**
- ii. El caso de los Proxy advisor**

4.1 FOROS DE ACCIONISTAS

Además de las asociaciones de accionistas encontramos otras figuras afines que persiguen fines como la tutela y el encuentro de accionistas. En este caso destacamos los foros electrónicos de accionistas. Los podemos definir como un punto de encuentro virtual entre los accionistas, en el que los que participan pueden intercambiar información y comunicarse entre ellos para debatir temas de su interés con vistas a la celebración de la junta general o al ejercicio de sus derechos de minoría. Por lo que se puede señalar que son foros de accionistas aquellos que tienen por finalidad, única y exclusivamente, posibilitar la comunicación entre accionistas para que puedan plantear iniciativas y propuestas para ejercitar sus derechos⁴⁷. Su finalidad supone una mejora en la toma de decisiones de cara a la maximización de los beneficios de sus miembros.

El desarrollo de estos foros ha sido posible gracias al gran desarrollo tecnológico que llevamos viviendo en los últimos veinte años⁴⁸. Actualmente ya son comunes en casi todo el mundo en las grandes corporativas, ya sea como un medio de comunicación entre accionistas, o como formas de responsabilidad social corporativa al dar acceso a información a todos los que participen en el mercado.

En la regulación española el artículo 539.3⁴⁹ de la LSC establece que las sociedades cotizadas tienen obligación legal de habilitar un foro de

⁴⁷ ALONSO LEDESMA, C., "Las asociaciones de accionistas y los foros electrónicos", en CREMADES GARCÍA, J. (Dir.), El accionista minoritario en la sociedad cotizada, La ley, Madrid, 2012.

⁴⁸ ARRIETA de ISUSI, Íñigo., "situación de los accionistas minoritarios en las sociedades cotizadas" 2018 pag 20-23 artículo de CUNEF.

⁴⁹ Artículo 539 de la LSC; Instrumentos especiales de información:

"2. Las sociedades anónimas cotizadas deberán disponer de una página web para atender el ejercicio, por parte de los accionistas, del derecho de información, y para difundir la información relevante exigida por la legislación sobre el mercado de valores. Asimismo, las sociedades anónimas cotizadas publicarán en dicha página web el periodo medio de pago a sus proveedores, y, en su caso, las medidas a que se refiere el último párrafo del artículo 262.1.

En la página web de la sociedad se habilitará un foro electrónico de accionistas, al que podrán acceder con las debidas garantías tanto los accionistas individuales como las asociaciones voluntarias que puedan constituir, con el fin de facilitar su comunicación con carácter previo a la celebración de las juntas generales. En el foro podrán publicarse propuestas que pretendan presentarse como complemento del orden del día anunciado en

accionistas en su página web, con el objetivo de que tanto los socios como las asociaciones de accionistas dispongan de una forma o medio para poder comunicarse.

En estos foros se podrán publicar todas las propuestas que se pretendan presentar para añadirlas a las órdenes del día de las Juntas Generales, como también peticiones de representación o, iniciativas para alcanzar el porcentaje mínimo requerido para ejercer algún derecho. Solo podrán ser considerados foros de accionistas los que cumplan con lo comentado anteriormente.

Podemos distinguir, según los criterios que hayan seguido para su constitución, entre foros públicos; cuando son creados y gestionados por entes públicos para asegurar la legalidad de los mismos o, privados, cuando son creados y gestionados por la propia sociedad instalando un espacio específico para su desarrollo en su web o, también existe la posibilidad de que sean creados y gestionados por los propios accionistas o las ya comentadas asociaciones de accionistas.

También podemos distinguir entre foros abiertos cuando pueda acceder cualquiera a lo que se expone o, por el contrario foros privados o cerrados, a los que solo pueden acceder quien esté debidamente habilitado y registrado.

Siguiendo la redacción del artículo 539 de la LSC los foros de accionistas españoles deben ser privados, ya que se exige que sean creados y gestionados por las sociedades e instalados dentro de su web corporativa y cerrados cumpliendo las exigencias legales.

En estos foros tendrán legitimación los accionistas con derecho de voto, pero se permite una ampliación de esta legitimación a los titulares de acciones sin voto e incluso a los obligacionistas titulares de obligaciones convertibles con el fin de que puedan comunicarse.

El artículo 497 de la LSC establece la obligación de que las compañías que llevan registros de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, les den comunicado a las sociedades emisoras de todos los datos necesarios

la convocatoria, solicitudes de adhesión a tales propuestas, iniciativas para alcanzar el porcentaje suficiente para ejercer un derecho de minoría previsto en la Ley, así como ofertas o peticiones de representación voluntaria.

para que puedan identificar a sus accionistas. Esto es importante ya que con esta información pueden cumplir su función, esto debería hacerse con tiempo suficiente para dar acceso al foro a los accionistas legitimados para que puedan ponerse en contacto con un tiempo necesario antes de la Junta General.

Debido a la sencillez y bajo coste para constituir este tipo de herramientas, y por la comodidad para comunicarse, ya que pueden conectarse desde cualquier parte los foros de accionistas se han ido erigiendo como un gran instrumento para los pequeños accionistas para que puedan canalizar información y también su voto hacia propuestas que les interesen y, también, para que propuestas individuales puedan transformarse en colectivas y puedan adherirse distintos accionistas y así consigan una mayor tasa de representación y voto.

Uno de los aspectos interesantes de estos foros es permiten fomentar la creación de asociaciones de accionistas, ya que constituyen una “red social” de accionistas, muchos minoritarios, los cuales discutiendo y debatiendo sus intereses pueden llegar a crear estas asociaciones y así ponerse en contacto entre ellos para superar el límite de la exigencia de superar 100 accionistas como mínimo, a veces difícilmente alcanzable debido a la relación de los socios minoritarios entre sí.

Además los foros pueden significar, no solo beneficios a los socios que los integran, sino también, a los propios administradores sociales de las cotizadas, ya que al tener esta plataforma pueden conocer más a fondo las preocupaciones del accionariado en cuanto a gestión, y es una forma para que los administradores ya sepan que es lo que pueden preguntarles en las juntas así poder prepararse de un modo más concienzudo y tener una mayor información para superar cualquier tipo de imprevisto.

A mi modo de ver, es un avance, ya que la comunicación entre los accionistas y el “reporte” a los administradores no queda únicamente restringido a las juntas generales, sino que favorece a la comunicación y es un modo estrechar la relación entre los órganos directivos y el accionariado.

A pesar de que los foros de accionistas tienen unas enormes ventajas, no todo es positivo, ya que se puede incurrir en algunos riesgos por mal uso o por la existencia de los mismos. A pesar de ser un sistema económico de comunicación como hemos explicado, esto puede verse afectado ya que se pueden incrementar notablemente los costes de funcionamiento o de diseño de éstos foros en la web corporativa. Sobre todo, se pueden producir unos gastos considerables en cuanto a temas de seguridad, debido a que se discuten temas sensibles y ésta información debería estar cerrada y restringida únicamente a los accionistas se debe desarrollar un sistema de seguridad realmente efectivo para garantizar que la información que se maneja no quede en manos de cualquiera. Es conveniente reforzar la seguridad de estos foros ya que otras empresas, como por ejemplo de la competencia no sean capaces de acceder a ellos para desestabilizar el funcionamiento interno de la empresa o para que puedan llegar a tener información privilegiada para fines un tanto oscuros o desleales.

Otro de los riesgos en los que se pueden incurrir es en que estos foros pueden llegar a generar una desestabilización de la sociedad, ya que se corre el riesgo de que los foros se transformen en instrumentos de agresión continua hacia los administradores por parte de grupos de presión, y estos se sirvan de ellos no para la defensa y tutela de sus derechos, sino para afectar al interés social como beneficio propio. Este hecho se podría evitar dotando a la sociedad de un cierto control, como proposición de debates o que ésta misma se reserve el derecho a eliminar ciertos temas o comentarios perjudiciales. Esta sería una buena solución, aunque se deberían sujetar a la legalidad, ya que si no se adoptan ciertas cautelas legales, la sociedad podría extralimitarse y buscar teledirigir los debates del foro impidiendo la discusión de temas que sí que preocupan al accionariado o dificultando la propuesta de ciertas medidas o debates en las juntas generales.

También podemos destacar, que debido a esta libertad de opinión que es inherente en los foros, se puede generar que se utilicen para la manipulación y proponer medidas que hagan desestabilizar la cotización en bolsa⁵⁰ de la sociedad.

⁵⁰ BELANDO GARÍN, B., "La manipulación del mercado de valores a través de internet. Nuevas armas para problemas antiguos", Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 90, abril-junio 2003

Uno de los aspectos importantes a valorar en cuanto al contenido de los foros electrónicos de accionistas es el tema de ofertas o peticiones de representación voluntaria. Ya que mediante el foro se podría delegar el voto de los accionistas minoritarios para así poder conseguir una representación del capital lo suficientemente grande como para tener influencia en las decisiones de la junta.

Esta herramienta de la delegación de voto de forma masiva todavía no se ha desarrollado en España, exceptuando la delegación de voto al consejo de administración que sí que es común y eficiente. Aunque en nuestro país esta herramienta no esté legalizada ni se utilice en la práctica tiene más importancia en otros países, donde tienen una cultura accionista más activa y reciben el nombre de “proxys”.

4.2 El caso de los Proxy advisors

Otra figura que busca la mediación e información entre accionistas y las cotizadas, son los proxys, es interesante una breve explicación de ésta figura ya que con el tiempo pueden ayudar a las asociaciones de accionistas en cuanto a voto y tutela de sus derechos, ya que éstas facilitan la información de la empresa a los inversores y, en lo que nos ocupa, a los minoritarios y es interesante plantearse si podrían ayudar a las asociaciones para que tengan una mayor información.

Estos proxys, más comúnmente llamados proxy advisor son entidades que se especializan en asesorar a los inversores, sobre todo a los institucionales acerca del ejercicio de voto en sociedades cotizadas. Estas figuras nacen gracias a que los grandes inversores de un extenso número de compañías tienen una gran dificultad para estudiar el gobierno corporativo de cada empresa donde invierten con exhaustividad ni tampoco de las propuestas que se van a presentar en las juntas generales. Estos “*Proxys*” se encargan de estudiar estos elementos y recomendar el voto según los intereses de cada uno de sus clientes.

Las empresas proxys más representativas son, por ejemplo ISS, se fundó en 1986 y asesora a unos 2.300 inversores institucionales. También encontramos la proxy canadiense Glass Lewis que se fundó en 2003 y asesora

cerca de unos 1.500 inversores institucionales. En España podemos destacar el caso de España Corporance⁵¹ que es el primer proxy de nuestro país y forma parte de la red internacional de proxys advisors, llamada ECGS⁵² a aunque este no es el único que opera en nuestro país, muchos inversores utilizan otros servicios de proxys como puede ser el caso de ISS.

Al igual que encontramos estos proxy advisors, que dan apoyo a los inversores, por otro lado encontramos los *proxy solicitor* que son unas empresas especializadas en dar apoyo a las sociedades que los contratan en la creación de plataformas para, por ejemplo, el dialogo y la eficaz comunicación y localización de su accionariado. Estas tienen el fin de desarrollar la estrategia para facilitar la alineación de intereses con sus accionistas. Lo podríamos definir como una especie de consultoría estratégica en cuanto a adecuación entre política corporativa y recepción por parte del accionariado.

Por el momento estas culturas no están del todo desarrolladas en España ya que predomina mucho la cultura empresarial. Estos “servicios” nacen en los países anglosajones donde sí que hay una gran relevancia que protagoniza el caso del activismo empresarial y fuerza a los administradores a tomar decisiones. Gracias a la globalización este tipo de figuras como los foros o las asociaciones de accionistas van teniendo cada vez más peso.

Aún no existiendo en España y siendo creados por los inversores de tipo institucional, sería interesante la aplicabilidad en cuanto a disposición de información y delegación de voto para las asociaciones de accionistas y sus miembros.

⁵¹ <http://www.corporance.es/quienes-somos/>

⁵² Expert Corporate Governance Services. Son una alianza de proxys advisors locales. Tienen presencia en países como: Inglaterra, Holanda, Suiza, Francia, España o Alemania. Se fundó en el año 2001 y se especializa en inversores institucionales con carteras multinacionales.

Conclusiones

5.1 CONCLUSIONES

A lo largo de este trabajo hemos ido estudiando la legislación tanto española como la de otros países en cuanto a proteccionismo del accionariado minoritario y más concretamente el caso de las asociaciones de accionistas.

Después de todo lo que he aprendido en este trabajo, el cual me motivó a escoger este trabajo, es por la creciente adquisición de acciones por un público cada vez más disperso debido a la globalización y también del tipo minoritario, ya que cada vez es menos relevante el poder adquisitivo. Es por ello, que surge la necesidad de tutelar los derechos de este accionariado con una cuota minoritaria dentro de la cotizada.

Antiguamente los mercados bursátiles estaban reservados a las personas con un alto patrimonio o un gran nivel adquisitivo y debido a que cada vez la economía tiende a estar más repartida y a que la gente canaliza parte del ahorro con estas acciones es un tema de profunda importancia ya que la defensa de estos crecientes accionistas minoritarios es un fenómeno mundial y se deben buscar herramientas por parte de las instituciones de cómo asegurar su protección y tutelar sus derechos tanto de asociación como de información como de participación en la vida societaria de la empresa que son partícipes.

Después del análisis realizado acerca de las asociaciones de accionistas y de su regulación actual, surge la duda de si realmente esta figura logrará con el tiempo el fin que se pretende de ellas, es decir, la efectiva tutela de los derechos de los accionistas minoritarios. Será importante ver cómo se van adaptando con el tiempo y el peso que cobran dentro de las sociedades cotizadas. Es por ello que creo que es interesante que los poderes públicos en materia societaria hagan un seguimiento para comprobar su efectivo funcionamiento sin contrapesos e instrumentalización por parte de la cotizada de la que son miembros los accionistas que se configuran en torno a estas asociaciones de accionistas.

Actualmente éstas son el único medio viable para una buena comunicación y garantía de estos accionistas minoritarios, y lo más importante, el

legislador al añadir esta figura en el articulado pretende reforzar su creación e independencia, así como su vocación de estabilidad y de permanencia en el tiempo.

Como hemos señalado en este trabajo, antiguamente había pequeños organismos creados expresamente para casos muy concretos que una vez resueltos, estas semi-asociaciones se desvanecían y desaparecían. Una de las intenciones de las asociaciones de accionistas es que sirvan de instrumento permanente adheridos a la cotizada como si de una Luna se tratase que gira en torno a un planeta. Como he comentado anteriormente, el problema surge en cuanto a la efectividad de las mismas para servir al fin de la tutela de los derechos de los accionistas minoritarios. Para que éstas vayan teniendo cada vez más peso y relevancia requiere que los interesados, esto es, los accionistas minoritarios, dejen de ser meros sujetos pasivos dentro de la toma de decisiones de una cotizada y comiencen a tener una actitud más activa. Esto es un requisito indispensable para que sigan creciendo y cobren una mayor relevancia en la vida societaria, ya que sin este impulso privado, estas asociaciones serían totalmente ineficaces.

Es interesante fijarse en el modelo Neozelandés, ya que en esta región las asociaciones, llamadas NZ shareholders association, llaman y animan a los integrantes de las mismas a que vigilen más de cerca el comportamiento de los administradores sociales como de los directivos de la cotizada con el fin de que cumplan las garantías de buen gobierno corporativo. A mi modo de ver, esto serviría de legitimación para animar a los accionistas a interesarse de un modo más activo en la gestión de la sociedad y así garantizar el funcionamiento de las asociaciones y sobre todo, su existencia.

En materia de financiación, en el punto que atañe a la misma en este trabajo (3.4) he esbozado una posible propuesta de financiación de las mismas basándome en el modelo americano, esto es, que reciban financiación por parte de la cotizada cuando las propuestas se hagan de modo colectivo. Considero que es una buena propuesta para incorporar en nuestra legislación ya que si éstas deben autofinanciarse esto hecho puede llevar a ser un desincentivo para los accionistas minoritarios, ya que a nadie le gusta tener que incurrir en gastos, en cambio, si ese gasto lo financiase la empresa, éstas asociaciones perdurarían con mayor garantía en el tiempo y asegurarían su fin último, garantizar los derechos de los accionistas minoritarios como colectivo.

También basándonos en el modelo americano, sería interesante valorar algún mecanismo a favor de las asociaciones de accionistas para cuestionar y exigir responsabilidad de los administradores, algo parecido a una especie de *impeachment* corporativo en favor del accionariado minoritario. También es interesante valorar la exigencia de responsabilidad de los administradores cuando incumpliesen los postulados del buen gobierno corporativo (como existe también en el modelo francés), estando éste sujeto a las particularidades del tejido empresarial de cada país.

Por último, nuestra legislación se asemeja mucho a la italiana, pero esta parece dar una mayor facilidad en cuanto a la forma y proceso de constitución de las asociaciones de accionistas. En el régimen italiano la constitución se puede hacer a partir de los 50 accionistas, a diferencia de lo que ocurre en España, que también exige como requisito que éstas estén integradas con un mínimo de accionistas, pero en nuestro país se exige un mínimo de 100 accionistas, es decir, el doble. Sería interesante rebajar el número de accionistas mínimos para así facilitar la creación de esta figura para que luego se vayan adhiriendo más accionistas una vez ya creada la plataforma y la asociación, ya que el mínimo de 100 parece un tanto elevado sobre todo por la dificultad para la puesta en común y por encontrar a otros 99 accionistas minoritarios dispuestos a crear una asociación de este tipo.

Es interesante también, valorar la facilidad que da el modelo francés en cuanto a sus requisitos de constitución en cuanto a escritura y formalización de la creación de la asociación. En España se exige que la asociación se eleve a escritura pública, lo cual se presume un trámite más costoso que en el contenido en el régimen italiano, en el que se pueden constituir mediante escritura privada autenticada. Esto facilita los trámites de constitución y es interesante valorar si esa opción se podría plantear en España, ya que al ser una figura moderna y garantista de Derechos, en este primer estadio, considero que se deberían dar las mayores facilidades en cuanto a trámites para su constitución.

Tal y como hemos comprobado, nuestra legislación en materia de asociacionismo accionarial es aún un poco escueta y nos queda un largo camino por recorrer. Si bien es cierto que haya sido un tremendo avance el

reconocimiento de las mismas, deberíamos fijarnos en nuestros países vecinos. He hecho una comparativa entre legislaciones ya que me parece interesante que podamos tomar de ejemplos otras legislaciones para ver cómo funciona esta figura en otros países y no regular casos que hayan sido fallidos en otros países como también algunos de éxito, valorando siempre las diferencias entre regímenes económicos, concretamente el Español, ya que la economía española no funciona igual que la Americana, Neozelandesa o la Australiana.

De igual modo, vemos que en materia de asociacionismo accionarial minoritario tenemos mucho que crecer y aprender y el hecho de que podamos celebrar su incipiente creación y defensa no nos puede frenar para seguir dotándoles de más poderes y un mayor reconocimiento para asegurar el derecho de las minorías, cada vez mayores, debido a un aumento de la dispersión del capital y creciente inversión y canalización del ahorro mediante acciones.

6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALONSO LEDESMA, C., "Las asociaciones de accionistas y los foros electrónicos", en CREMADES GARCÍA, J. (Dir.), El accionista minoritario en la sociedad cotizada, La ley, Madrid 2012
- ARRIETA DE USUSI ÍÑIGO., Situación de los accionistas minoritarios en las sociedades cotizadas: Derechos reconocidos e instrumentos para su ejercicio. Madrid, diciembre 2018. Publicación de CUNEF
- BALP, S., "Comentario al artículo 141", La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza", D. Lgs. 24 febrero 1998.
- BEBCHUK, L., "Shareholders rights and the DGCL", Delaware Lawyer, nº 26, 2000
- BELANDO GARÍN, B., "La manipulación del mercado de valores a través de internet. Nuevas armas para problemas antiguos", Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 90, abril-junio 2003
- CANDELARIO MACÍAS, MARÍA ISABEL, "Sociedad cotizada en bolsa", publicado en GPS Derecho De Sociedades, María Isabel Candelario Macías (dir.), Valencia, 2016.
<https://www.tirant.com/editorial/ebook/gps-derecho-de-sociedades-maria-isabel-candelario-macias-9788491197102>
- DE CARLOS BERTRÁN, LUIS. LA SOCIEDAD COTIZADA, PUBLICACIÓN DE URÍA Y MENENDEZ ABOGADOS:
<https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4613/documento/at02.pdf?id=5765>
- ENCISO ALONDO-MUÑUMER, *La modernización del derecho de sociedades de capital en España*, Tomo I, Thomson Aranzadi, 2011,
- GOMÁ LANZÓN.. IGNACIO, LAS ASOCIACIONES DE ACCIONISTAS COMO EJEMPLO. Publicación en la revista El Notario del siglo XXI, nº 53 Enero-Febrero. <http://www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-53/3666-las-asociaciones-de-accionistas-como-ejemplo>
- HERNÁNDEZ SÁINZ, E., "Las asociaciones y los foros de accionistas como instrumentos para la reagrupación y organización del accionariado disperso", en A.A.V.V., La modernización del derecho de sociedades de capital en España. Tomo I, Thomson Aranzadi, Cizur Menor
- LE BARS, B., "La rénovation du statut des associations d'actionnaires et d'investisseurs un épiphénomène révélateur du besoin d'évolution en droit des sociétés", Revue des sociétés: journal des sociétés
- LOPEZ SAMANES, "las asociaciones de accionistas en la propuesta del código mercantil". 2014, publicación de ICADE

PELLEGRINO, G. *“La nuova disciplina della rappresentanza dell’azionista nelle società quotate a profilo organizzativo, Giuffrè, Milan, 2002, pp 25-78.*

RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. (Coord.), *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas: Estructura de Gobierno y Mercados*, Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2006

ROMANO, R. “Less is more: Making shareholder activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance” extraído del *Yale Journal on Regulation*.

SPERONELLO, F. *“Deleghe di voto e associazione di azioniste nelle società con azione quotate, tesi di Laurea 1998.*

Legislación consultada:

PROPUESTA DEL CÓDIGO MERCANTIL elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación. http://nuevocodigomercantil.es/pdf/Propuesta_codigo_mercantil.pdf

CÓDIGO DE COMERCIO; Real Decreto de 22 de agosto de 1885.
http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/ccom.l1t3.html

REAL DECRETO LEGISLATIVO 1/2010 de 2 de Julio por el que se aprueba el texto refundido de la LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL. <https://www.boe.es/buscar/pdf/2010/BOE-A-2010-10544-consolidado.pdf>

ANTEPROYECTO DE LEY DEL CÓDIGO MERCANTIL de 30/05/2014.
http://nuevocodigomercantil.es/pdf/Anteproyecto_LEY_CMer.pdf

ANTEPROYECTO DE LEY POR LA QUE SE MODIFICA EL TEXTO REFUNDIDO DE LA LSC Y OTRAS NORMAS FINANCIERAS PARA ADAPTARLAS A LA DIRECTIVA 2017/28 DEL PARLAMENTO EUROPEO QUE MODIFICA LA DIRECTIVA 2007/36/CE
http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/ministerio/participacion_publica/audiencia/ficheros/ECO_TES_1_90524_AP_APL_fomento_implicacion_largo_accionistas.pdf

CÓDIGO DE GOBIERNO CORPORATIVO publicado en el BOE.
https://www.boe.es/biblioteca_juridica/codigos/codigo.php?id=213&modo=1¬a=0&tab=2

LA CONSTITUCIÓN ESPAÑOLA DE 1978.
<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1978-31229>

CODE MENÉTAIRE ET FINANCIER Francés, versión consolidada de noviembre de 2019
<https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000006072026>

CODE DE COMMERCE Francés, versión consolidada de noviembre de 2019
<https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379>

Directiva Europea 2017/828,
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=ES>

WEBS CONSULTADAS

http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88

https://en.wikipedia.org/wiki/UK_Shareholders_Association

<https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance-and-stewardship>

<https://www.issgovernance.com/>

<https://www.glasslewis.com/tag/canada/>

<http://www.corporance.es/quienes-somos/>

https://es.wikipedia.org/wiki/Derecho_mercantil

<http://www.rdmf.es/2006/07/que-son-las-asociaciones-de-accionistas/>

https://www.aece.es/descargararchivo_docnoticias_478

<https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/capital-flotante>

<https://economipedia.com/definiciones/capitalismo-popular.html>

<https://www.aemec.eu/que-es-aemec.html>

<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>

http://biblioteca.cunef.edu/gestion/catalogo/doc_num.php?explnum_id=2488

<https://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx>

<http://www.eumed.net/cursecon/dic/bzm/t/teoriac.htm>

<http://noticias.juridicas.com/actualidad/noticias/8995-contenido-y-novedades-de-la-ley-31-2014-por-la-que-se-modifica-la-ley-de-sociedades-de-capital-para-la-mejora-del-gobierno-corporativo/>

<http://www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-53/3666-las-asociaciones-de-accionistas-como-ejemplo>

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CEGC_EstModif_20131014.pdf

<https://www.deepl.com/translator>

<https://dialnet.unirioja.es/>

<https://www.andbank.es/observatoriodelinversor/el-free-float-frente-a-las-acciones-restringidas/>

<http://www.iegd.org/spanish800/adjuntos/codigoolivencia.pdf>

https://www.abc.es/opinion/abci-codigo-conthe-y-accionistas-minoritarios-200603200300-142807948756_noticia.html