

COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS FINANCIEROS (CUNEF)

DOBLE GRADO EN DERECHO Y ADE

Trabajo Fin de GRADO



# GOBIERNO CORPORATIVO: ACTIVISMO ACCIONARIAL EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS

## **SITUACIÓN DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS: DERECHOS RECONOCIDOS E INSTRUMENTOS PARA SU EJERCICIO**

Autor: Arrieta de Isusi, Iñigo

Tutor: Prof. Mirat de Santiago, María del Rosario

Madrid, Diciembre de 2018

## ÍNDICE:

<b>1.- Introducción.....</b>	<b>3</b>
<b>2.- Derechos de los accionistas.....</b>	<b>4</b>
2.1. Derechos mínimos.....	4
2.2. Derechos políticos.....	5
2.2.1. Derecho de asistencia y voto.....	5
2.2.2. Derecho de información.....	8
2.2.3 Derecho de convocatoria de junta y añadir puntos del día.....	11
2.2.4 Derecho de Impugnación.....	12
2.3. Derechos económicos.....	14
<b>3.- Accionistas minoritarios.....</b>	<b>15</b>
3.1. Características de los accionistas minoritarios.....	15
3.2. Gobierno corporativo y protección del inversor.....	17
<b>4.- Responsabilidad de los administradores.....</b>	<b>18</b>
4.1. Deberes de los administradores.....	18
4.1.1. Deber de diligencia.....	18
4.1.2. Deber de lealtad.....	18
<b>5.- Instrumentos de defensa de los minoritarios.....</b>	<b>20</b>
5.1. Foro de accionistas.....	20
5.2. Asociaciones de accionistas.....	23
5.3 Acción de responsabilidad.....	26
5.3.1. Responsabilidad solidaria.....	26
5.3.2. Acción de responsabilidad individual.....	26
5.3.3. Acción de responsabilidad social.....	27

5.3.4. Prescripción.....	28
<b>6.- Activismo accionario.....</b>	<b>29</b>
6.1. Activismo en el extranjero.....	29
6.2. Activismo y Responsabilidad Social Corporativa.....	30
6.3. Activismo en España.....	31
<b>7.- Conclusiones.....</b>	<b>33</b>
<b>Abreviaturas.....</b>	<b>37</b>
<b>Bibliografía.....</b>	<b>38</b>

## **CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN**

En la actualidad la mayoría de las sociedades cotizadas tienen una distribución de la propiedad dispersa. Una de las consecuencias de esta dispersión son las dificultades que sufren los socios a la hora de conseguir una representación relevante en las juntas.

En el presente trabajo analizaremos las características de estos socios minoritarios y la situación de la que arrancan dentro de la sociedad, poniendo el foco en las posibilidades reales que estos tienen de influir en las decisiones de gestión de la sociedad.

Comenzaremos dicho análisis enumerando y describiendo los derechos que la Ley de Sociedades de Capital (LSC) reconoce a todos los accionistas, haciendo énfasis en las especialidades de cada uno de ellos. Posteriormente analizaremos los requisitos que se establecen a los socios minoritarios para desarrollar dichos derechos.

Tras el análisis de los derechos establecidos por la ley, y los requisitos establecidos para llevarlos a cabo, enunciaremos los instrumentos que el legislador pone a disposición de los socios minoritarios para el ejercicio de sus derechos de participación en la gestión de la sociedad. De igual forma explicaremos y desarrollaremos la responsabilidad que la ley otorga a los administradores como elemento de defensa de los accionistas de la sociedad.

Finalmente haremos una breve descripción del movimiento del activismo accionarial y de su situación y desarrollo en el extranjero y a nivel nacional, así como su relación con la Responsabilidad Social Corporativa.

Gracias al conjunto de análisis realizados, tendremos la información suficiente para conseguir tener una visión completa de la situación actual de los accionistas minoritarios en las sociedades cotizadas españolas, pudiendo extraer conclusiones fundamentadas sobre la utilidad de los instrumentos otorgados y las posibilidades reales que estos tienen de llevar a cabo sus derechos de participación en la gestión social y de defensa de sus intereses.

## **CAPÍTULO 2: DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS**

Los derechos que otorgan las acciones a sus titulares están establecidos por lo dispuesto en la ley y por los estatutos de cada sociedad según establece el art.91 LSC: *“Cada participación social y cada acción confieren a su titular legítimo la condición de socio y le atribuyen los derechos reconocidos en esta ley y en los estatutos”*.

Como podemos observar, la ley da la potestad de la creación de derechos a la sociedad por medio de los estatutos. Dichos estatutos vinculan a todos los partícipes en la sociedad, pudiendo ser exigidos de la misma forma que los derechos establecidos por la ley.

La autonomía de la voluntad está recogida en el art. 28 LSC: *“En la escritura y en los estatutos se podrán incluir, además, todos los pactos y condiciones que los socios fundadores juzguen conveniente establecer, siempre que no se opongan a las leyes ni contradigan los principios configuradores del tipo social elegido”*

### **2.1. DERECHOS MÍNIMOS**

Cuando alguien participa en una sociedad lo hace por lo general con dos posibles intenciones potenciales: la de obtener ganancias económicas a cambio de lo, que es común a todos los accionistas; y la de gestionar la sociedad, que se da en casos muy concretos. Esta dualidad queda reflejada en el art.93LSC, que reconoce los derechos mínimos de los que dispone cualquier accionista.

Podemos dividir los derechos reconocidos en derechos de contenido económico, relacionados con el objetivo de obtención de ganancias económicas:

- Derecho de participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación
- Derecho de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones o de obligaciones convertibles en acciones

Y derechos relacionados con el objetivo de gestión de la sociedad:

- Derecho de asistir y votar en las juntas generales
- Derecho de impugnar los acuerdos sociales
- Derecho de información relacionada con la pretensión de gestión de la sociedad

Este art. 93 LSC tan solo enuncia los derechos principales de los accionistas: estos derechos se completan y especifican a lo largo de la LSC.

Debido a que tan solo enuncia los derechos hay cierta polémica en relación a la necesidad este artículo. El Tribunal Supremo, se pronunció al respecto afirmando en relación al derecho de información que “*no puede contravenirse si no infringen en concreto las normas que lo desarrollan, ni puede convertirse en un deber genérico a cargo de la sociedad, más allá de las concretas actuaciones que la Ley señala*” (STS 183/2009, 27 de marzo de 2009)<sup>1</sup>.. Para Juan Ignacio Peinado, En la obra “*El accionista minoritario en la sociedad cotizada*”<sup>2</sup>, esta afirmación del Tribunal Supremo no puede extenderse al resto de derechos recogidos en el art.93 LSC, debido a que estos derechos se deben desarrollar posteriormente, a diferencia del derecho de información que debe indicar las materias sobre las que el socio tiene este derecho, las cuales desarrollaremos más adelante.

Los derechos del art.93 LSC no son absolutos, pudiendo ser modificados por estatutos o por las diferentes clases de acciones que se pueden emitir.

Esto se recoge en el art.94 LSC, que establece que las acciones atribuyen a los socios los mismos derechos, a excepción de una serie de casos recogidos en la ley. En el mismo art.94 LSC se reconoce la posibilidad de que las acciones de diversas clases otorguen derechos diferentes a los socios. En este caso las acciones de una misma clase deben otorgar los mismos derechos a todos los socios que las suscriban<sup>3</sup>. Para la emisión de este tipo de acciones deben seguirse las formalidades establecidas por los estatutos.

## **2.2. DERECHOS POLÍTICOS**

### **2.2.1. Derecho de asistencia y voto**

Las acciones corrientes dotan a sus titulares del derecho de asistencia y voto en la junta general. No obstante pueden dichos derechos ser acotados, o incluso eliminados de algunos tipos de acciones, como las conocidas como acciones sin voto, las cuales

---

<sup>1</sup> Sentencia sobre la impugnación de la Junta General y de determinados acuerdos adoptados, por lesión del derecho de información.

<sup>2</sup> Dentro del capítulo escrito por Juan Ignacio Peinado “*Sistemática y clasificación de los derechos del accionista en la sociedad cotizada*”, en el que trata la clasificación de los derechos de los accionistas.

<sup>3</sup> Un ejemplo son las acciones sin derecho a voto, acciones que normalmente gozan de todos los demás derechos, menos del derecho a voto en la junta general.

renuncian al derecho a cambio de un trato privilegiado desde el punto de vista económico.

Estos dos derechos han estado muy ligados históricamente, ya que el derecho de asistencia a la junta solía funcionar como preámbulo del derecho de voto. De hecho la falta de derecho de asistencia suele significar la ausencia de derecho de voto, aunque hay casos en los que se reconoce el derecho de asistencia sin voto.

La gran vinculación de estos derechos es cada vez menor gracias a las nuevas tecnologías que permiten que ya no sea necesario asistir para ejercer el voto. El art. 521 LSC establece en su primer apartado que los derechos de participación en la junta general *“podrán delegarse o ejercitarse directamente por el accionista mediante correspondencia postal, electrónica o cualquier otro medio de comunicación a distancia, en los términos que establezcan los estatutos de la sociedad, siempre que se garantice debidamente la identidad del sujeto que participa o vota y la seguridad de las comunicaciones electrónicas”*.

En su segundo apartado hace especial mención a tres formas de participación a distancia: mediante la retransmisión de la junta en tiempo real; por medio de la comunicación bidireccional en tiempo real para que los accionistas puedan dirigirse a la junta general desde un lugar distinto al de su celebración; cualquier otro mecanismo que permita ejercer el voto antes o durante la junta a distancia. Un ejemplo es el Banco Santander, que permite a sus socios asistir a la junta de forma virtual, eliminando la necesidad de acudir en persona a la junta.

El accionista tiene la potestad de delegar su voto por representación, en otras palabras, puede permitir a un tercero votar por él. Esta delegación debe ser de la acción completa, sin poder fraccionarla.

Cabe la posibilidad de que varios accionistas deleguen su derecho de voto a un solo individuo, al mismo representante, de forma que este tenga consiga un porcentaje mayor de representación.

En cambio hay cierta polémica en cuanto a la capacidad de los accionistas de delegar su voto en varios representantes con el objetivo de poder adoptar varias posiciones diferentes, incluso contrarias a la hora de votar.

Esta última posibilidad choca con el principio de inescindibilidad, por el cual un accionista no podría fraccionar su voto. Ante este principio debemos tener en cuenta fundamentalmente dos casos:

Primero, el de los accionistas titulares de acciones con derecho de voto, que nombren a diferentes representantes fiduciarios simultáneos para ejercer su derecho de voto. Si bien la ley no se opone a la representación de forma mancomunada por varios representantes, en este caso no se debería permitir el voto incongruente del titular, debiendo primar el principio de inescindibilidad de las acciones.

Segundo, el de los accionistas que actúan como representantes fiduciarios de varios accionistas, teniendo la representación de su derecho de voto pero no la titularidad de las acciones. Estos representantes tienen la obligación de defender los intereses de cada uno de sus representados de forma individual, por lo que estos custodios globales podrán votar en diferentes posiciones, incluso contrarias, en representación de los titulares de las acciones.

Esto se recoge en nuestra legislación sobre sociedades cotizadas en los art.522 LSC y art.524 LSC:

El art. 522.4 LSC permite la representación de un número ilimitado de accionistas, pudiendo en caso de representar a más de uno emitir votos de signo distinto en función de los intereses e instrucciones de los accionistas representados.

El art. 524 LSC en su apartado primero reconoce de igual forma la posibilidad de que las entidades que aparezcan como accionistas pero que actúen por cuenta de diversas personas fraccionen su voto y lo ejerzan de forma divergente siguiendo los intereses e instrucciones de sus representados. En el segundo apartado reconoce a las entidades mencionadas *“la capacidad de delegar el voto sin limitación a los titulares indirectos o a terceros designados por ellos”*.

El derecho de voto también puede limitarse; esta limitación está regulada por el art.188.3 LSC que establece que *“en la sociedad anónima, los estatutos podrán fijar con carácter general el número máximo de votos que pueden emitir un mismo*



*accionista, las sociedades pertenecientes a un mismo grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores”<sup>4</sup>.*

En 2010, se derogó el art. 188.3 LSC invalidando dichas cláusulas de limitación de voto. Esta derogación viene precedida del caso Iberdrola-ACS, en el que ACS no logró la mayoría en el consejo gracias a una cláusula de limitación que le negaba nombrar a un consejero que le correspondía por el número de acciones de las que disponía. De haber podido nombrar a dicho consejero, ACS habría controlado el consejo de administración y por lo tanto la gestión de Iberdrola. El fracaso de la ofensiva de ACS le provocó grandes pérdidas, lo que generó que el caso tuviera gran repercusión mediática, siendo este caso una de las principales razones de la derogación de dichas limitaciones a través de la conocida como “Enmienda Florentino”<sup>5</sup>. En 2014 se derogó dicha enmienda volviendo a facilitar el blindaje de las empresas ante socios propietarios de una parte representativa del capital social.

En las sociedades cotizadas el límite a estas cláusulas se establece en el art.527 LSC el cual dispone que en dichas sociedades estas cláusulas no tendrán validez cuando, en caso de oferta pública de adquisición, el oferente haya llegado a controlar un 70% de la sociedad.

### **2.2.2. Derecho de información**

El derecho de información es el derecho principal de los socios, ya que es el que le permite conocer la situación tanto económica como patrimonial de la sociedad.

Este derecho va muy ligado al derecho de voto, ya que para poder votar una propuesta es necesario disponer de la información necesaria para evaluarla (STS de 9 de octubre de 2000<sup>6</sup>).

---

<sup>4</sup> Una práctica frecuente en las sociedades mercantiles españolas ha sido la de limitar el porcentaje de votos atribuidos a un accionista con una participación en capital superior [Ej.: las participaciones superiores al quince por ciento no podrán computar más del 10 por ciento de representación]. Estas cláusulas se desarrollan con el objetivo de evitar que un accionista minoritario tome el control de la empresa.

<sup>5</sup> Nombre acuñado por el entonces diputado del PNV, Pedro Azpiazu, en referencia al presidente de ACS Florentino Pérez.

<sup>6</sup> En esta sentencia el Tribunal Supremo sostiene que la finalidad del derecho de información inherente a la condición de accionista es proporcionarle conocimiento suficiente para poder evaluar las propuestas con el objetivo de permitirle el ejercicio consciente de su voto.

El derecho de información está recogido en el art.197 LSC, que establece que los accionistas podrán solicitar información a los administradores hasta siete días antes de la junta, y estos tienen el deber de facilitar la información por escrito hasta el día de celebración de la junta general (art.197.1 LSC). También durante la junta los accionistas podrán solicitar verbalmente las informaciones o aclaraciones. Si en ese momento no se pudiera contestar, los administradores tienen la obligación de facilitar la información por escrito en los siete días siguientes (art.197.2 LSC). En todo caso la información solicitada debe estar relacionada con el orden del día o tratarse de preguntas pertinentes. La información no puede ser inoportuna o de temas generales, y debe respetar los secretos de la empresa y el buen orden de la junta. El derecho de información reconocido se matiza en el art.197.5 LSC : *“La vulneración del derecho de información previsto en el apartado 2 solo facultará al accionista para exigir el cumplimiento de la obligación de información y los daños y perjuicios que se le hayan podido causar, pero no será causa de impugnación de la junta general”*.

El art.197.3 LSC marca el límite de la obligación de proporcionar información que tienen los administradores. Éste establece que no tienen tal obligación cuando la información *“sea innecesaria para la tutela de los derechos del socio, o existan razones objetivas para considerar que podría utilizarse para fines extrasociales o su publicidad perjudique a la sociedad o a las sociedades vinculadas”*

En relación a esto, el art.197.4 LSC establece que no será posible denegar la información en los casos en los que la solicitud esté apoyada por accionistas que representen un veinticinco por ciento del capital, pudiendo establecer los estatutos un porcentaje menor, con el límite inferior del cinco por ciento.

Por otro lado, el art.197.6 LSC atribuye la responsabilidad de los daños y perjuicios causados a los socios que hayan hecho una utilización abusiva o perjudicial de la información solicitada.

El de información es un derecho que integra la condición de socio, por lo que se yergue como inderogable para la sociedad; solo pudiendo ésta regular las condiciones para su ejercicio, pero de ninguna forma limitarlo ni excluirlo. De la misma manera tampoco podrá ser modificado por pactos particulares.

En el caso de las cotizadas el derecho de información se amplía debido al principio de transparencia<sup>7</sup>. Esta ampliación del derecho de información recogido en el art. 197 LSC se desarrolla en los artículos 518 y 520 LSC:

El art. 518 LSC establece la información mínima que la sociedad debe facilitar, de forma ininterrumpida en su página web<sup>8</sup>, desde la publicación del anuncio de convocatoria hasta la celebración de la junta general. Esta información es:

- El anuncio de convocatoria
- *El número total de acciones y derechos de voto en la fecha de la convocatoria, desglosados por clases de acciones, si existieran.*
- *Los documentos que deban ser objeto de presentación a la junta general y, en particular, los informes de administradores, auditores de cuentas y expertos independientes.*
- *Los textos completos de las propuestas de acuerdo sobre todos los puntos del orden del día o, en los puntos de carácter meramente informativo, un informe de los órganos competentes comentándolos. También se publicarán las propuestas de acuerdo presentadas por los accionistas conforme se reciban.*
- En caso de nombramientos, ratificaciones o reelecciones de miembros del consejo de administración, la identidad, el currículum y categoría a la que pertenecen, junto con lo establecido en el art. 529 *deceis*. En caso de ser una persona jurídica, esta información será de la persona física que vaya a nombrar para el ejercicio permanente de las funciones propias del cargo.
- Los formularios de voto por representación o a distancia en caso de no ser enviados directamente a cada accionista. De no poder publicarse por cuestiones técnicas, se debe indicar cómo obtenerlos en papel.

El art. 520 LSC que regula el ejercicio del derecho de información del accionista en la sociedad cotizada dispone que el derecho de información del accionista está regulado por el art. 197 LSC, y establece el plazo de hasta cinco días antes del día previsto para la junta para hacer las solicitudes de informaciones, aclaraciones o preguntas por escrito.

---

<sup>7</sup> La ampliación de la información y la búsqueda de una mayor transparencia es una de las fórmulas de protección de los minoritarios que más desarrollo está teniendo. Esto se puede ver el gran desarrollo que ha tenido el derecho de información en los últimos años, llegando en la actualidad a otorgar a los socios la potestad de pedir prácticamente cualquier dato que les parezca relevante.

<sup>8</sup> Las nuevas tecnologías han sido un gran apoyo a la hora del desarrollo del derecho de información al aportar una plataforma barata y accesible a todos los socios, incluso a todos los agentes del mercado.

También permite a los accionistas solicitar a los administradores, en el mismo plazo por escrito o verbalmente durante la celebración de la junta, aclaraciones sobre la información pública facilitada a la CNMV desde la última junta general y acerca del informe del auditor (art. 520.1 LSC).

En segundo lugar establece la obligación de incluir en la página web las solicitudes válidas de información, aclaraciones o preguntas realizadas por escrito junto con las contestaciones dadas también por escrito de los administradores (art.520.2 LSC).

Por último dispone que cuando, de manera previa a la pregunta, la información requerida ya estuviera disponible de manera clara, expresa y directa para los accionistas en la página web de la sociedad con el formato pregunta-respuesta, como respuesta bastará con que los administradores se remitan a dicha información facilitada (art. 520.3 LSC).

Como podemos observar, en la actualidad el desarrollo del derecho de información, en las sociedades cotizadas, establece la obligación por parte de estas de facilitar toda información que pueda ser de interés para los socios. Esta ampliación del deber de información de las cotizadas va más allá del deber de informar a sus socios, debiendo facilitar información para que se haga pública, cumpliendo así una finalidad de información del “mercado” en general<sup>9</sup>.

### **2.2.3. Derecho de convocatoria de junta y de añadir puntos al orden del día**

El derecho de convocatoria de junta es un derecho básico para la defensa de los derechos e intereses de los accionistas minoritarios. Este consiste en la capacidad de los accionistas que representen un capital mínimo de convocar una junta general para tratar temas de su interés cuando los administradores no lo hayan hecho.

El art. 168 LSC rige la solicitud de convocatoria por la minoría. Este establece la obligación de los administradores de convocar la junta general cuando el o los socios solicitantes representen por lo menos un veinticinco por ciento del capital social. En dicha solicitud deben expresarse los asuntos que se quieren tratar. Los administradores

---

<sup>9</sup> Esta expansión del deber de informar está motivado por el deber de transparencia que tienen las sociedades cotizadas, como agente participante e influyente, con el “mercado” en general, debiendo facilitar información a los demás agentes que participan en él, no solo a los accionistas.

tienen un plazo de dos meses desde que se les requiera la solicitud notarialmente, teniendo que incluir en el orden del día los asuntos que figuren en dicha solicitud.

El derecho de añadir puntos al orden del día es una ampliación del derecho de convocatoria de junta. Este busca mejorar el diálogo entre los administradores y los socios, y dar un instrumento de defensa más a los socios minoritarios.

El derecho a añadir puntos al orden del día está regulado en el art.172 LSC. En este se establece también en el cinco por ciento del capital social la representación mínima que deben tener los accionistas para poder solicitar la publicación de un complemento a la convocatoria de una junta general de accionistas incluyendo uno o más puntos en el orden del día. Para ejercer este derecho será necesaria la notificación fehaciente en el domicilio social dentro de los cinco días posteriores a la convocatoria de la junta. Dicho complemento a la junta debe ser publicado como mínimo quince días antes de la junta, siendo la no publicación motivo de nulidad de la junta.

El art. 519 LSC establece que en las sociedades cotizadas el porcentaje de representación requerido para solicitar la publicación de complementos en el orden del día y para presentar propuestas de acuerdos sobre asuntos incluidos o por incluir en el orden del día será del tres por ciento del capital social en lugar del cinco por ciento, manteniendo igual los requisitos de forma y plazo de dicha solicitud. El derecho de complemento del orden del día no se podrá ejercer en convocatorias de juntas generales extraordinarias.

#### **2.2.4. Derecho de impugnar los acuerdos sociales**

Debido a la forma de funcionar de las sociedades y a las singularidades de los acuerdos sociales quedó patente que era necesario un régimen específico de impugnaciones diferente en cuanto a los requisitos y condiciones de validez características de los demás negocios jurídicos. Esta especialidad provoca la necesidad de una herramienta adicional de control tras la adopción de acuerdos, en lugar de previa como el resto de formas de control.

EL art.204 LSC en su primera disposición establece que los acuerdos sociales impugnables serán los contrarios a la Ley, los que contravengan los estatutos o el reglamento de la junta de la sociedad cuando lesionen el interés social en beneficio de

uno o varios socios o terceros. La lesión del bien social se puede dar también por la imposición del acuerdo de forma abusiva por la mayoría. Se entiende como forma abusiva la imposición sin necesidad razonable, favoreciendo a una mayoría en perjuicio de otros socios.

A continuación en el punto dos se establece que los acuerdos que hayan sido sustituidos por otros de forma que hayan quedado sin efecto no serán impugnables. (204.2)

Por último, el art.204.3 LSC establece una serie de casos en los que solo si el motivo ha tenido un papel esencial en la votación será impugnable el acuerdo:

*a) La infracción de requisitos meramente procedimentales establecidos por la Ley, los estatutos o los reglamentos de la junta y del consejo, para la convocatoria o la constitución del órgano o para la adopción del acuerdo, salvo que se trate de una infracción relativa a la forma y plazo previo de la convocatoria, a las reglas esenciales de constitución del órgano o a las mayorías necesarias para la adopción de los acuerdos, así como cualquier otra que tenga carácter relevante.*

*b) La incorrección o insuficiencia de la información facilitada por la sociedad en respuesta al ejercicio del derecho de información con anterioridad a la junta.*

*c) La participación en la reunión de personas no legitimadas.*

*d) La invalidez de uno o varios votos o el cómputo erróneo de los emitidos”.*

El art.206 LSC dispone quien tiene la legitimidad de impugnación.

En su primera disposición establece como legitimados para impugnar los acuerdos sociales a los administradores, los terceros que acrediten un interés legítimo y los socios que hubieran adquirido tal condición antes de la adopción del acuerdo, siempre que tengan una representación individual o conjunta del uno por ciento del capital. Los socios que no lleguen al porcentaje mínimo tienen el derecho al resarcimiento del daño provocado por el acuerdo. Los estatutos podrán reducir el porcentaje de capital necesario.

En su punto segundo establece que en caso de acuerdos en contra del orden público, estarán legitimado cualquier socio, incluso los que se hayan añadido tras el acuerdo, los administradores y terceros.

El tercer apartado establece que la acción de impugnación debe dirigirse a la sociedad. Cuando no hubiera un representante establecido de la sociedad, el juez elegirá de entre

los socios que votaron a favor a dicho representante. En relación con esto, en el cuarto apartado establece que los socios que hubieran votado a favor pueden intervenir a su costa en el proceso para llevarlo a cabo.

En el quinto y último apartado dice que no se podrán presentar alegaciones por defectos de forma, cuando en el momento adecuado no la hubiera presentado.

El art.205 LSC establece que la acción de impugnación caducará en el plazo de un año, salvo que se trate de acuerdos que afecten al orden público, en cuyo caso no caducará ni prescribirá. Este plazo se empieza a contar desde que se adoptan los acuerdos tomados en junta o reunión, o desde que se recibe el acta en caso de acuerdos por escrito. En caso de acuerdos inscritos, se computa desde la fecha en que sea posible la oposición de la inscripción.

### **2.3. DERECHOS ECONÓMICOS**

En relación al derecho del accionista a participar de las ganancias sociales, se reconocen una serie de derechos:

- Derecho al dividendo: El accionista tiene derecho a los beneficios que la sociedad distribuya entre los socios. La distribución de los beneficios la decidirá la Junta General<sup>10</sup>.
- Derecho de suscripción preferente: Consiste en el derecho preferente de los socios de acudir a las ampliaciones de capital para evitar que sus acciones queden diluidas. Este derecho es valorable económicamente y transmisible entre los socios<sup>11</sup>.
- Derecho de transmisión de acciones: Es el derecho que tiene todo socio de disponer de sus acciones.
- Derecho a la cuota de liquidación: El accionista tiene derecho a una cuota proporcional a su participación de la liquidación en caso de disolución de la sociedad.

---

<sup>10</sup> Llamativo es el supuesto de “Derecho de separación del accionista en caso de no reparto de beneficios”; supuesto que no es relevante en las sociedades cotizadas, pero sí en las mercantiles más personalistas (limitadas y anónimas no cotizadas).

<sup>11</sup> Este derecho puede eliminarse con acuerdo mayoritario (no requiere unanimidad) pero referido a cada ampliación de Capital en que se elimina (ej. emisión de bonos convertibles o Planes de acciones para empleados)

## CAPÍTULO 3: LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS

### 3.1. CARACTERÍSTICAS DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS

Para entender quiénes son y qué papel representan en la sociedad los accionistas minoritarios debemos contemplar los diferentes tipos de accionistas que hay en las sociedades:

- Accionistas minoritarios, que no tienen capacidad de control por ellos mismos.
- Accionistas de control, que tienen capacidad de gestión en la empresa.
- Accionistas institucionales, entidades profesionales que operan en el mercado de valores.

La definición tradicional de accionista minoritario se basa en los sistemas de propiedad de las sociedades cotizadas, definiéndolos como accionistas que no poseen capital social suficiente como para poder imponer su criterio en la gestión de la compañía.

Sin embargo, si disgregamos el concepto de accionistas minoritario nos encontramos por un lado con la condición de ser accionista, y por otro de ser minoría.

El concepto de accionista está muy claro, viene definido por la CNMV como toda *“persona física o jurídica que tiene acciones de una sociedad, por lo que es propietaria de la misma en un porcentaje proporcional a su participación”*.

En cambio el concepto de minoría puede establecerse usando criterios diferentes, como la posición en la Junta General, o el régimen de tutela establecido por la ley y los derechos que ésta prevé.

Prueba de esto es que para la doctrina<sup>12</sup> la ley de sociedades de capital no da una definición clara del concepto de minoría, sino que se limita a reconocer una serie de derechos a los accionistas que representen un porcentaje de capital minoritario.

---

<sup>12</sup> Garrigues identifica a las minorías dentro de la asamblea general de accionistas y no dentro de la sociedad (Garrigues,1959). En cambio Muñoz Martín se opone a esta concepción exponiendo una definición de la minoría desde un punto de vista estrictamente societario, afirmando que esta *“se constituye como aquel grupo que con independencia de ostentar mayor o menor participación que la que representa la mayoría en el ámbito de la Junta General, se ve, en virtud de su absentismo, de su desorganización, o simplemente por su menor participación sometida al acuerdo mayoritario, siendo esta minoría tutelada por la ley”* (Muñoz Martí, 1991).



Siguiendo estos preceptos Martí Lacalle En su obra “*El ejercicio de los derechos de minoría en la sociedad anónima cotizada*”<sup>13</sup> entiende la minoría desde tres criterios diferentes:

- Desde la votación en junta, como el porcentaje que nunca llegará a ser mayoría.
- Desde el control societario, como el grupo que no consigue el control social.
- Desde el punto de vista de la tutela, como el porcentaje de capital tomado en cuenta por el Derecho positivo por encima de la tutela que este ofrece al socio titular de una acción o de un capital importante.

Teniendo en cuenta los puntos de vista expuestos, debemos diferenciar entre los socios cuyo interés está en un crecimiento a largo plazo, que pretenden quedarse tiempo en la sociedad; y los socios de corta duración, cuyo interés está en conseguir beneficio de forma rápida, sin importarle el devenir de la empresa en el largo plazo.

Sin ser necesariamente así, por lo general son los accionistas con menor poder representación son los más interesados en el crecimiento económico a corto plazo de la empresa. Esto lleva a los accionistas minoritarios a desvincularse de la gestión social a largo plazo, y a centrar su interés en sus derechos económicos más que políticos. En cambio los accionistas con mayor propiedad del capital social suelen involucrarse más en la gestión de la compañía debido a la mayor facilidad para ello, y a que en general tienen un mayor interés en el crecimiento a largo plazo de la compañía. Por último también debemos tener en cuenta a los inversores institucionales, que son inversores profesionales que mueven grandes cantidades en representación de sus clientes, buscando en muchas ocasiones ganancias a corto plazo.

Con el fin de no ser guiados exclusivamente por los accionistas con mayor representación, cuyos intereses en muchas ocasiones difieran de los de los minoritarios, los minoritarios pueden ejercer sus derechos políticos, los cuales incluyen una serie de herramientas encaminadas a permitirles la defensa de sus intereses facilitándoles la participación en las decisiones de gestión de la sociedad.

---

<sup>13</sup> (Martí Lacalle, R., 2003)

### **3.2. GOBIERNO CORPORATIVO Y PROTECCIÓN DEL INVERSOR**

El gobierno corporativo es la forma por la que se dirige y controla la empresa que busca la forma de organización del gobierno que sea más acorde a su estructura accionarial, actividad que desarrolla, naturaleza, y mercado.

El gobierno corporativo va encaminado a hacer frente, desde un punto de vista amplio, los conflictos que se dan en las sociedades, con el objetivo de ofrecer soluciones, que cada vez van más allá de los mecanismos de gobierno interno de las sociedades.

El ordenamiento societario trata de ofrecer alternativas a la solución de los conflictos que se pueden dar dentro de la sociedad, como los que surgen del cruce de intereses entre minorías, mayorías, socios individuales o con los administradores. El movimiento de buen gobierno ha fomentado el desarrollo de Códigos de Conducta<sup>14</sup> que cada vez son más importantes a la hora de completar o integrar los mecanismos de tutela de los grupos de inversores, inspirando tanto a los redactores reglamentarios como a los legisladores.

Uno de los puntos más conflictivos es la protección que se le da al inversor en cada ordenamiento, afectando directamente al buen gobierno y al desarrollo societario.

Diversos estudios sobre el tema han concluido que los sistemas más proteccionistas favorecen la atracción de capitales y el desarrollo del mercado bursátil, abogando por la necesidad de aumentar la protección<sup>15</sup>.

La protección de los minoritarios se ha articulado a través de 2 vías principales:

- 1.- Fomentar la transparencia de lo actuado y por actuar reforzando los deberes de los administradores.
- 2.- Fomentar mecanismos de supervisión de la gestión societaria eliminando obstáculos que favorezcan la inactividad de los accionistas.

---

<sup>14</sup> El código de conducta referente es el Código de Buen Gobierno que publica la CNMV, este da una serie de sugerencias sobre como mejorar las prácticas de gobierno.

<sup>15</sup> Ya en 1996 un estudio publicado en *Law and Finance* analizaba a través de ocho variables la protección del inversor en cuarenta y nueve ordenamientos a través de fórmulas estadísticas, concluyendo que la protección del inversor beneficia al mercado de valores al fomentar la dispersión de la propiedad, y por tanto la participación de nuevos agentes en el mercado.

## CAPÍTULO 4: DEBERES DE LOS ADMINISTRADORES

La carga de deberes y responsabilidades es una forma de protección del inversor minoritario que puede ser más eficaz que la de darle derechos, los cuales son en ocasiones difíciles de ejercitar. La LSC establece unos deberes que los administradores deben cumplir<sup>16</sup>.

### 4.1. DEBERES DE LOS ADMINISTRADORES

#### 4.1.1. Deber de diligencia

En relación a esto el art.225 LSC establece en primer lugar que *“los administradores deberán desempeñar el cargo y cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con la diligencia de un ordenado empresario”*, debiéndose tener en cuenta la naturaleza del cargo y las funciones que conlleva. En segundo lugar, dice que los administradores deben prestar la atención adecuada y asegurarse de adaptar las medidas necesarias para llevar el control de la empresa y llevarla en la dirección correcta. Por último, otorga a los administradores el deber de exigir y el derecho de recabar la información que necesiten para cumplir con sus obligaciones<sup>17</sup>.

#### 4.1.2. Deber de lealtad

El deber de lealtad obliga a los administradores a actuar de buena fe y buscando en todo momento el interés de la sociedad.

El art.226 LSC establece en su primer punto que *“los administradores desempeñen el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad”*. En su segunda disposición, que los administradores que violen el deber de lealtad deberán indemnizar tanto por el daño social causado como por restituir el enriquecimiento injusto obtenido por el administrador.

---

<sup>16</sup> En España hay que citar diversos informes como el “informe Olivenza”, el “Informe Aldama” y el “Informe Conthe”, que de *lege ferenda* analizan esta materia. Desde el punto de vista del Derecho Positivo, estos estudios se materializan en la LSC actualmente vigente, que recoge parcialmente las opiniones de los estudios citados.

<sup>17</sup> El informe Aldama enumera de forma enunciativa y ejemplificativa de los deberes de diligencia partiendo de la buena fe:

- Dedicar el tiempo necesario para estar al día de los asuntos relacionados con la sociedad, preocupándose de manejar la información necesaria para ello..- Participar de forma activa en el órgano de administración, evaluando las propuestas y votando por la más conveniente para el interés social.- Oponerse a los acuerdos contrarios a la ley, estatutos o interés social.- Pedir la convocatoria de junta cuando lo crea necesario e incluir los puntos en el orden del día que crea convenientes.- Pedir y conseguir la información que necesite para poder tener un juicio completo sobre las propuestas hechas.

Este comportamiento se les exige en todas las actividades que conlleven los deberes que implican la administración y la representación de la sociedad. De que el deber de lealtad se relacione con el interés social y los deberes de los administradores se desprende la obligación de rendir cuentas ante la Junta General, y la potestad de esta de aprobar o no su gestión.

Podemos entender el deber de lealtad como un desarrollo de la norma de transparencia de los arts. 227-230 LSC.

El deber de lealtad lleva consigo una serie de deberes:

- Desempeñar su función con la lealtad de un fiel representante, actuando de buena fe y siempre en interés de la sociedad;
- No ejercer sus facultades con fines no previstos para ello;
- No difundir información;
- No participar en votaciones o decisiones en las que él o una persona cercana tenga un conflicto de intereses directo o indirecto;
- Ejercer sus responsabilidades con autonomía, no dependiendo de criterios de terceros;
- Llevar a cabo las medidas necesarias para evitar futuros conflictos de intereses con la sociedad.

## **CAPÍTULO 5: INSTRUMENTOS DE DEFENSA DE LOS MINORITARIOS**

Para llevar a cabo el refuerzo de la protección de los minoritarios es necesario fomentar la transparencia y la supervisión de las prácticas de gestión societaria, siendo fundamental garantizar un ejercicio eficaz de los derechos de los accionistas eliminando obstáculos que favorecen su inactividad. Para ello se han puesto al servicio de este objetivo una serie de instrumentos:

### **5.1. LOS FOROS DE ACCIONISTAS**

Los foros de accionistas son una novedad en el ámbito de las sociedades cotizadas debido a que su creación solo ha sido posible gracias al desarrollo tecnológico. Actualmente ya son comunes en todo el mundo en las grandes corporaciones, ya sea como medio de comunicación entre accionistas, de estos con la sociedad, o como forma de responsabilidad social corporativa al dar acceso a información a todos los partícipes del mercado.

En España el art.539.2 LSC establece que las sociedades cotizadas tienen la obligación de habilitar un foro electrónico de accionistas en su página web, con el objetivo de que tanto los socios como ciertas asociaciones de accionistas, dispongan de una forma de comunicación sencilla previa a la Junta General. En este foro se podrán publicar las propuestas que pretendan presentarse para añadir puntos al orden del día, las solicitudes de adhesión a dichas propuestas, ofertas y peticiones de representación voluntaria, e iniciativas para alcanzar el porcentaje mínimo requerido para ejercer algún derecho. Solo pueden ser considerados como foros de accionistas los que tienen como única finalidad cumplir con lo expuesto anteriormente.

Los foros de accionistas pueden tener configuraciones muy variadas dependiendo de los criterios que se hayan seguido para su creación y selección de los participantes. Siguiendo dichos criterios los foros pueden ser públicos cuando sean creados y gestionados por un ente público, o privados cuando son creados y gestionados por la propia sociedad, que los instala en su web, también pueden ser creados y gestionados por los accionistas o por asociaciones de accionistas. Asimismo podemos distinguir entre foros abiertos, cuando cualquiera pueda acceder a lo que en él se expone, y foros cerrados a los que solo puede acceder quien esté debidamente registrado.

Ateniéndonos al art.539.2 LSC los foros de accionistas en España deben ser privados, ya que deben ser creados y gestionados por las sociedades e instalados dentro de su página web, y cerrados debido a que las garantías que pide la ley solo se pueden cumplir si la sociedad tiene un sistema que permita el registro solo a aquel que esté legitimado para ello. En estos foros estarán legitimados los accionistas con derecho de voto, pero se podrá ampliar esta legitimación a los titulares de acciones sin voto e incluso a los obligacionistas titulares de obligaciones convertibles, siempre con el objetivo de que se comuniquen entre sí o con la sociedad antes de la Junta General. También se prevé la legitimación de las asociaciones de accionistas, por ser entes especializados en el mercado.

Con el objetivo de ofrecer las garantías necesarias a los usuarios del foro, es necesario que la sociedad establezca un sistema eficaz de detección de los socios legitimados para participar. Para ello es necesario que las sociedades tengan acceso a conocer quiénes son los titulares de sus acciones. A este fin el art.497 LSC establece la obligación de que, las compañías que llevan los registros de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, comuniquen a las sociedades emisoras los datos necesarios para poder identificar a sus accionistas. Para que el foro pueda cumplir su función esto se debería hacer con tiempo suficiente para dar acceso al foro a los accionistas legitimados cuando falte suficiente tiempo para la Junta General.

Los foros, debido a que son un instrumento barato sencillo y cómodo se han erigido como un gran instrumento para que los pequeños accionistas puedan canalizar su voto hacia propuestas que les interesen, y para que las propuestas de pequeños accionistas consigan la representación de una masa mayor<sup>18</sup>.

En cuanto a la utilidad real del foro debemos observar que se prevé la utilización del foro para los siguientes usos:

La comunicación entre accionistas y de estos con la sociedad. En este sentido sí que es un instrumento útil debido su carácter sencillo barato y cómodo.

---

<sup>18</sup> No obstante hay que tener prevención porque este instrumento puede ser también muy desestabilizador si su configuración no se realiza de forma correcta, pudiendo ser un elemento peligroso para la sociedad. Esto puede suceder cuando se da acceso a agentes que usen el foro para sus intereses de forma que desvirtúen la finalidad de información y medio de comunicación eficaz del foro. Convirtiéndolo, por ejemplo, en un tablón de anuncios de servicios de inversión de instituciones ajenas a la sociedad.

Para propuestas que pretenden presentarse como complemento del orden del día anunciado en la convocatoria y propuestas de adhesión a estas. En este caso es de escasa utilidad, ya que el art.519.1LSC establece que dicha propuesta, respaldada por un tres por ciento del capital, se notifique de forma fehaciente en el domicilio social dentro de los cinco días siguientes a la convocatoria, resultando muy complicado conseguir aglutinar el porcentaje que se pide en un plazo tan reducido.

Iniciativas para alcanzar el porcentaje suficiente para ejercer un derecho de minoría previsto en la ley. En este caso la ley no contempla plazo para ejercer los derechos de minoría que no sean los ya mencionados, por lo que en estos casos el foro puede tener una mayor utilidad.

Ofertas o peticiones de representación voluntaria. Este va a ser el aspecto en el que el foro tome una mayor importancia debido a que es por medio de las delegaciones de voto como los accionistas minoritarios pueden conseguir la representación del capital suficiente para obtener una influencia efectiva en las decisiones de la junta.

La delegación de voto de forma masiva todavía no se ha desarrollado en España, con la excepción de la delegación de voto al Consejo de Administración que sí que es muy común y eficiente. Su no desarrollo se debe a la unión de la apatía de los pequeños accionistas, con la falta de propuestas convincentes. Por el contrario estos sistemas tienen más importancia en el extranjero, donde poseen una cultura accionista más agresiva y activa, lo que ha producido la figura de los “proxy”.

Los *proxy advisor* son entidades especializadas en asesorar a los inversores, sobre todo a los institucionales, sobre el ejercicio de voto en las sociedades cotizadas. Esta figura nace aprovechando las dificultades que tienen los grandes inversores, con inversiones en una gran variedad de sociedades, de estudiar el gobierno corporativo de la empresa y las propuestas que se presentan en las Juntas Generales. Los *proxy advisor* se encargan de estudiar dichos elementos y de recomendar el voto que más le interesa a cada uno de sus clientes.

Las firmas más representativas son, ISS fundada en 1986 y que asesora a unos 2.000 inversores institucionales, y la canadiense Glass Lewis fundada en 2003 que asesora a unos 1.300 inversores institucionales. En España Corporance es el primer *proxy advisor*

español, y forma parte de la red internacional de proxy advisors ECGS<sup>19</sup>, pero no es el único que opera en España, ya que muchos inversores institucionales, nacionales y extranjeros, que operan en nuestro mercado utilizan los servicios de proxy advisors extranjeros como puede ser ISS.

Los *proxy solicitor* por su parte son firmas especializadas en dar apoyo a las sociedades que los contratan en la creación de una plataforma de diálogo y comunicación eficaz, y localización de sus accionistas, con el fin de poder desarrollar las estrategias debidas para facilitar la alineación de intereses con estos.

Estas figuras, de momento, no están muy desarrolladas en España debido a la cultura empresarial predominante. Nacen en los países anglosajones donde sí gozan de bastante relevancia llegando a protagonizar casos de activismo empresarial y forzando a los administradores a tomar decisiones. En la actualidad, en parte gracias a la globalización que permite la inserción extranjera en los mercados, estas instituciones se están extendiendo a más mercados, dándose cada vez más casos de activismo accionarial, a diferencia de antaño que por la cultura y por los consejos tan asentados los inversores institucionales eran más pasivos.

## **5.2. ASOCIACIONES DE ACCIONISTAS**

Una de las características de las sociedades cotizadas actuales es la presencia de masas de accionistas. A pesar de que se ha ido incrementando la cohesión del accionariado gracias a fenómenos como los inversores institucionales, los pequeños inversores siguen estando en una situación de indefensión ante los inversores mayoritarios y administradores. Para hacer frente a esta situación han surgido movimientos para intentar la colaboración entre inversores con el objetivo de proteger sus intereses colectivos a través de mecanismos que les proporcionen cierta cohesión interna para posibilitarles de forma verdadera su participación en la adopción de decisiones por parte de los órganos sociales.

---

<sup>19</sup> Expert Corporate Governance Services. Son una alianza de *proxy advisors* locales, con presencia en Holanda Inglaterra, Francia, Suiza, Italia, Alemania y España fundada en 2001 especializada en inversores institucionales con carteras multinacionales.



Las asociaciones en un sentido estricto pueden definirse como pactos parasociales plurilaterales<sup>20</sup> o asociativos entre accionistas para conseguir aquellos objetivos a los que los individuos con poco porcentaje de capital no son capaces de alcanzar.

Las asociaciones de accionistas minoritarios nacieron con el objetivo de reivindicar los derechos de estos accionistas minoritarios en asuntos concretos, pero su evolución va encaminada a configurarlos como una estructura de órgano de mediación entre administradores y socios minoritarios. Hay asociaciones tanto de accionistas de una misma sociedad, como asociaciones de accionistas de distintas sociedades.

El art.539 LSC que regula los instrumentos especiales de información establece en su punto cuarto que *“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”*.

Para ello establece unos requisitos mínimos:

- Estas asociaciones deben tener como único objetivo defender el interés de los accionistas, debiendo a su vez evitar cualquier conflicto de interés que pueda ir contra dicho objetivo.
- Deben formar parte de ellas un mínimo de cien personas, no pudiendo participar los socios con una participación superior al cinco por ciento del capital con derecho de voto.
- Deben de estar constituidas mediante escritura pública inscrita en el registro mercantil correspondiente al domicilio de la sociedad cotizada, y en un registro habilitado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su publicidad. En dicha escritura de constitución se fijarán las normas de organización y funcionamiento de la asociación.
- La asociación deberá llevar una contabilidad conforme con lo establecido en el código de comercio y someter sus cuentas anuales a una auditoría de cuentas. Dicha información deberá remitirse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

---

<sup>20</sup> La consideración de pactos parasociales se debe a la característica de las asociaciones de accionistas de obligar solo a sus socios, de forma que aquellos socios que no participen de ellas no se verán influidos por sus actuaciones.

- Pondrá a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores un registro de la identidad de los accionistas que representa y el número de acciones que tienen en representación, así como de con cuantos votos ha acudido a cada junta.

Por último establece que las asociaciones no podrán recibir ninguna ventaja patrimonial de la sociedad cotizada, ya sea de forma directa o indirecta.

Dichos requisitos, junto con los que cada sociedad quiera imponer, se desarrollarán reglamentariamente, junto con el régimen de conflictos de interés, con el objetivo de garantizar el cumplimiento de los objetivos para los que fueron creadas.

Hay cierta polémica con la forma del desarrollo de sus derechos por vía de reglamentos, ya que el art.53.1 CE obliga a desarrollar los derechos y libertades en la Ley, no pudiendo ser remitidos al reglamento que en materia de derechos tiene su capacidad normativa reducida a determinar solo cuestiones adjetivas y de detalle.

Como podemos ver la forma restrictiva por la que opta la Ley, de asociaciones de accionistas de la misma sociedad, sería la de asociaciones especializadas en vez de asociaciones de accionistas comunes. Esto no impide que se puedan constituir asociaciones de accionistas de distintas sociedades a pesar de no gozar de los beneficios que la LSC da a las asociaciones de accionistas de la misma sociedad.

El éxito o fracaso de las asociaciones de accionistas depende de la publicidad que alcanzan y de la confianza que sean capaces de generar en los inversores.

Hasta el momento las asociaciones de accionistas no están teniendo demasiado protagonismo, debido quizás a la falta de flexibilidad de la ley, los numerosos requisitos y las pocas ventajas que se les confieren.

Las asociaciones tienen cierta función de contrapeso y vigilancia de las decisiones tomadas por la junta y por los mayoritarios. Esto explica las restricciones de que a las asociaciones no se puedan unir los accionistas con más del cinco por ciento del capital; de la misma forma las asociaciones que representen un porcentaje importante del capital no deberían formar parte de los administradores, nombrando consejeros, ya que, aunque ganarían poder de gobierno, perderían su función de control, perdiendo el sentido de defensa de los accionistas minoritarios

De igual forma hay que tener prevenciones con las asociaciones, vigilando que no se conviertan en vehículos para que mayorías lleven a cabo las políticas que les interesan, ni la formación de minorías mayoritarias que acaben siendo fuente de desequilibrios en la sociedad.

### **5.3. ACCIÓN DE RESPONSABILIDAD:**

Podemos definir la acción de responsabilidad contra los administradores como el derecho que concede la Ley a una serie de personas a exigir por vía judicial que se repare el daño provocado por determinadas conductas llevadas a cabo por los administradores. Esta puede ser social o individual según se vea dañado el patrimonio social o de una persona de forma individual

#### **5.3.1. Responsabilidad solidaria**

Como dispone el art. 237 LSC, *“Todos los miembros del órgano de administración que hubiera adoptado el acuerdo o realizado el acto lesivo responderán solidariamente”*.

Para librar la responsabilidad los administradores deberán probar que no conocían el acto lesivo, o que hicieron todo lo conveniente para evitar el daño, o como mínimo se opusieron expresamente a dicho acto.

#### **5.3.2. Acción individual de responsabilidad**

El art.241 LSC establece que la acción individual de responsabilidad podrán ejercerla los socios y terceros por actos de administradores que lesionen directamente sus intereses.

El Tribunal Supremo, en STS de 14 de Octubre de 1988 y STS de 23 de mayo de 2014, establece la exigibilidad de los siguientes requisitos:

- 1.- Conducta ilícita del administrador, debiendo ser un acto concreto.
- 2.- Daño directo a los socios o terceros.
- 3.- Nexo causal entre la acción u omisión del administrador y el daño sufrido.

Igualmente la jurisprudencia ha establecido que la naturaleza de esta acción viene de la culpa extracontractual de los administradores, siendo necesario por lo tanto el nexo directo entre el daño y la acción del administrador (STS de 14 de Octubre de 1988 y STS de 23 de mayo de 2014). La acción no busca el restablecimiento del daño social provocado por los administradores a la sociedad, sino el de indemnizar a los socios y

terceros que han sufrido daños en su patrimonio por los actos directos de los administradores<sup>21</sup>.

### **5.3.3. Acción social de responsabilidad:**

Para llevar a cabo una acción social de responsabilidad es necesario que los administradores hayan provocado un daño a la sociedad como consecuencia del incumplimiento de sus deberes como administradores.

En primer lugar el art. 238 LSC otorga la potestad de llevar a cabo la acción social de responsabilidad a la propia sociedad por medio de acuerdo de la junta general, aunque este no conste en el orden del día. En este caso los estatutos podrán establecer una mayoría distinta a la ordinaria para adoptar este acuerdo. Implica la destitución de los administradores afectados. A continuación establece que la junta general podrá renunciar o transigir al ejercicio de la acción en cualquier momento, siempre que no se opongan a ello socios con una representación del cinco por ciento del capital social. Por último enuncia que la aprobación de las cuentas anuales no es impedimento para el ejercicio de la acción social de responsabilidad

En segundo lugar en el art.239 LSC se reconoce de forma subsidiaria a los socios que individual o conjuntamente representen un mínimo del cinco por ciento del capital cuando:

- Los administradores no hayan convocado la junta a tal fin
- La sociedad no haya llevado a cabo la acción tras transcurrir un mes desde el acuerdo
- El acuerdo hubiera sido contrario a la exigencia de responsabilidad

Cuando la acción se basa en el incumplimiento del deber de lealtad, los socios que cumplan con el porcentaje mínimo de representación podrán llevar a cabo la acción social de responsabilidad sin tener que someterla a decisión de la junta.

Por último el art.240 LSC da potestad de ejercer la acción social de responsabilidad a los acreedores de la sociedad cuando la acción social no haya sido ejercitada ni por la

---

<sup>21</sup> La STS de 6 de abril de 2006 dice en relación a las especialidades de la acción de responsabilidad individual que *“La acción individual de responsabilidad supone una especial aplicación de responsabilidad extracontractual integrada en un marco societario, que cuenta con una regulación propia que la especializa respecto de la genérica prevista en el art. 1902 CC”*.

sociedad ni por sus socios, y el patrimonio de la sociedad fuera insuficiente para satisfacer los créditos que con esta tiene. En este caso la acción es ejercida en nombre de los acreedores pero en defensa del interés de la sociedad, en concreto del patrimonio social, como última garantía de sus derechos.

#### **5.3.4. Prescripción de las acciones de responsabilidad**

El art. 241 bis LSC establece que tanto la acción responsabilidad social como la individual contra los administradores prescribe a los cuatro años desde que haya sido posible llevarla a cabo.

## **CAPITULO 6: ACTIVISMO ACCIONARIAL**

El activismo accionarial se define como la utilización del poder accionarial para influir en la actuación de la sociedad, por medio de la comunicación directa con los órganos de la empresa, mediante el apoyo y realización de propuestas o por el seguimiento de recomendaciones de los asesores de voto<sup>22</sup>.

### **6.1. ACTIVISMO ACCIONARIAL EN EL EXTRANJERO:**

El activismo accionarial es una práctica bastante asentada en países anglosajones, donde tiene su origen. Esto se debe a una cultura de accionistas más involucrados y exigentes, que deriva en una cultura más beligerante con los órganos de gestión de la sociedad.

A pesar de que la mayor parte de este tipo de actividad se da en EEUU, cada vez es más frecuente en Europa. Un ejemplo de esto lo podemos ver en el enfrentamiento reciente entre Third Point y Nestlé. En este caso el fondo Third Point, controlado por el inversor estadounidense Daniel Loeb exigió a través de una carta de treinta y cuatro páginas la venta, por parte de Nestlé, de diferentes ramas de su negocio, entre ellas el veintitrés por ciento de participación que poseía en L’Oreal, así como la reestructuración de la compañía en tres ramas diferentes. Esta exigencia en concreto, que viene precedida de otras debido a la gestión del nuevo presidente, se fundamentaba en su desacuerdo con el “confuso curso estratégico” que Nestlé estaba llevando para incrementar el valor del negocio para sus accionistas. Third Point es propietario de un uno con veinticinco por ciento de Nestlé, lo que significa una inversión de unos 3.100 millones de euros. Esta acción forzó al consejo a dar explicaciones sobre su gestión de forma inmediata y a defender los resultados obtenidos. En este caso la presión se hace por vía directa, carta, al órgano de gobierno.

Como podemos observar, a pesar de tener un porcentaje muy pequeño de la compañía, al tratarse de una compañía muy grande y de propiedad dispersa, dicho porcentaje le valió al inversor para obligar al consejo de administración a dar explicaciones.

---

<sup>22</sup> Definición dada por Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), en su escrito de 2017. GSIA es una alianza de inversores que buscan desarrollar e integrar la inversión sostenible en los sistemas financieros.

## 6.2. ACTIVISMO Y RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

El activismo accionarial en muchas ocasiones busca el fomento de las buenas prácticas en el gobierno de la sociedad, buscando una inversión socialmente responsable, promoviendo medidas que van más allá de la búsqueda del beneficio económico de los accionistas, reconociendo el papel de las empresas en la sociedad y buscando que esta provoque un efecto positivo en ella. Un ejemplo de esta corriente de activismo accionarial es el caso de ExxonMobil, mayor grupo petrolero y gasista del mundo, el cual se ha visto obligado a establecer la publicación anual de un informe sobre cómo el cambio climático afectará a su negocio y las medidas que está poniendo en marcha para reducir las emisiones contaminantes y el calentamiento global, pese a la oposición de la cúpula directiva. Esta medida fue impulsada por un grupo de inversores, encabezado por el fondo de pensiones del Estado de Nueva York, consiguiendo un el respaldo de un sesenta y dos por ciento del capital en la Junta General.

Propuestas de este tipo llevan la responsabilidad social corporativa (RSC) a la primera plana de la organización corporativa, estableciéndose como una materia importante dentro de la planificación empresarial.

La jurisprudencia española ha adoptado la “teoría contractualista” para definir el interés social: únicamente se atenta contra este si se produce un daño al patrimonio social o adoptan decisiones no beneficiosas (STS 19 febrero 1991). Alejando el concepto de RSC<sup>23</sup> y dejando al accionista como único agente capaz de imponer la RSC a la junta de gobierno<sup>24</sup>.

No obstante hay que resaltar que la eficacia del activismo accionarial para la implementación de determinadas actuaciones incluidas en la RSC ha descansado en su capacidad de crear “estados de opinión”, que, por razones reputacionales, han permitido obtener una respuesta de los órganos de gobierno de la sociedad. No responde a un derecho a ejercitar acciones judiciales en demanda de protección de lo solicitado, no es

---

<sup>23</sup> Entendiendo como concepto de Responsabilidad Social Corporativa la forma de dirección y gestión que tiene como unos de sus objetivos que el impacto generado por la empresa en la comunidad, medio ambiente y sociedad en general sea positivo.

<sup>24</sup> Aleja el concepto de la RSC que concibe las estructuras empresariales como un conjunto de relaciones entre todos los agentes (administradores, socios, clientes, proveedores, medio ambiente, sociedad en general) que se ven influidos por la actividad de la empresa debido al reconocimiento exclusivo del daño al socio como causa de daño social.

por tanto, un instrumento de protección jurídica de los derechos de los minoritarios, pero su ejercicio sí obtiene, de facto, esa tutela.

### **6.3. ACTIVISMO EN ESPAÑA**

En España no hay tradición de activismo accionarial debido a una cultura empresarial en la que los inversores tienen un papel más pasivo, y por la estructuración de las cúpulas empresariales con consejos de administración muy afianzados y con mucho poder. Esta situación está cambiando, los inversores cada vez adoptan un papel más activo (de la mano de inversores institucionales extranjeros) y buscan impulsar cambios en el gobierno de la sociedad.

A pesar de que se han puesto a disposición de los accionistas instrumentos para llevar a cabo estas actividades, como el foro de accionistas, y se ha implementado el derecho de información, el activismo accionarial en España sigue siendo muy escaso comparado con otros países, especialmente con los anglosajones<sup>25</sup>.

Podemos coger el caso de la salida a bolsa de Bankia como ejemplo de protección de minoritarios. Este comienza en julio de 2011 con la salida a bolsa de la compañía. Para tal salida Bankia alegaba, en su folleto de salida, unos beneficios en el curso 2011 de 309 millones de euros. El 7 de mayo de 2012, tras una ampliación de capital a finales de 2011, se publica que Bankia necesita recibir ayudas públicas por valor de entre 7.000 y 10.000 millones de euros, provocando una brusca caída del precio de las acciones. Finalmente el 25 de ese mes se publica el plan de saneamiento con ayudas públicas<sup>26</sup> por valor de cerca de 24.000 millones de euros. A su vez, la nueva cúpula directiva, revela pérdidas en 2011 por valor de 2.909 millones de euros, en contraste con los 309 millones de beneficio atribuidos anteriormente para el mismo periodo. Posteriormente en enero de 2016, el Tribunal Supremo ratifica a las Audiencias Provinciales que obliga a Bankia a devolver el dinero invertido en la salida a bolsa a dos familias debido a las

---

<sup>25</sup> Es ilustrativo el caso de la Asociación Española de Accionistas Minoritarios de Empresas Cotizadas (AEMEC), asociación sin ánimo de lucro constituida al amparo de la ley 1/2002 de 22 de marzo reguladora del derecho de asociación (y no por una normativa mercantil propia), que tiene por objeto la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios, de cualquier nacionalidad, de sociedades cotizadas en cualquier mercado de valores, dentro o fuera de España.

Constituida el 5 de febrero de 2005, no sin cierta polémica al ser uno de sus asociados y promotor el despacho Cremades-Calvo Sotelo, que tiene como clientes a empresas cotizadas como Telefónica y BBVA, según denunció ante la Comisión Deontológica del Ilustre Colegio de Abogados de Madrid, la Asociación de Accionistas de Terra ACC.com.

<sup>26</sup> Como rescate a la entidad debido a su carácter sistémico dentro del Sistema español.



graves inexactitudes del folleto, con la consecuente apertura del proceso penal contra los administradores. En febrero de ese mismo año Bankia abre un proceso para devolver toda la inversión a los accionistas minoritarios que acudieron a su salida a bolsa en julio de 2011. En 2017 Iberdrola lleva a juicio a Bankia por la OPV exigiéndole 12,4 millones de euros por el engaño en el folleto. La Audiencia Provincial desestima el recurso presentado por Iberdrola tras perder el juicio ante Bankia argumentando que “se le presumen conocimientos”<sup>27</sup>.

En este caso podemos observar que hay una intención real de protección del minoritario, a la que han coadyuvado asociaciones de accionistas minoritarios como AEMEC, presentes en los primeros estadios del proceso. Es cierto que se precisaron sentencias favorables de las reclamaciones individuales (no colectivas) pero la actividad de las asociaciones de accionistas minoritarios convirtió en inexorable para Bankia la indemnización a todos los solicitantes sin esperar a una sentencia favorable a cada uno de ellos.

Otro punto controvertido de este caso es el reconocimiento de distinto nivel de protección entre los accionistas minoritarios<sup>28</sup>, para los Institucionales de los pequeños inversores<sup>29</sup>.

---

<sup>27</sup> La sentencia presume que los inversores institucionales disponen de más medios, por lo que se presume que son capaces de acceder a información veraz en estos casos.

<sup>28</sup> Dentro de los accionistas minoritarios entran todos los accionistas sin representación suficiente para imponer su criterio en la gestión de la compañía por si solos. En este caso los institucionales entrarían en esta categoría al controlar solo un pequeño porcentaje del capital social.

<sup>29</sup> Más de 400.000 pequeños inversores se han visto afectados por este caso.

## **CAPÍTULO 7: CONCLUSIONES**

La ley reconoce una serie de derechos comunes a todos los accionistas, para proteger tanto su posible beneficio económico como la participación en la gestión de la compañía.

En el caso de los derechos políticos, de participación en la gestión, se establece una representación mínima para su ejercicio. En las cotizadas, a pesar de haberse hecho una rebaja del cinco al tres por ciento exigido, la configuración más dispersa de su accionariado provoca que en la mayoría de los casos sea complicado alcanzar el porcentaje de representación requerido. Esto deja a los accionistas minoritarios en una situación de desventaja respecto a los accionistas con mayor representación. Esta situación de inferioridad provoca que el legislador deba proporcionar a los accionistas minoritarios una serie de instrumentos para facilitar el desarrollo de sus derechos políticos.

La ley se apoya y fomenta el movimiento del Gobierno Corporativo, el cual busca instaurar prácticas de buen gobierno en las sociedades, estando entre sus objetivos el fomento de la participación de los minoritarios a través de una mayor transparencia, información y la implantación de mecanismos de supervisión de la gestión societaria.

Una primera vía de protección de los accionistas minoritarios se desarrolla a través de la responsabilidad de los administradores. Para ello el legislador ha reconocido los deberes de diligencia y lealtad a los administradores, pudiendo reclamar su responsabilidad a través de la acción de responsabilidad.

Una segunda vía de protección de los accionistas minoritarios la encontramos en el fomento de la transparencia y los instrumentos facilitados a los accionistas para el ejercicio de sus derechos.

I. Como podemos observar aun teniendo reconocidos los derechos y de gozar de herramientas para su uso, la actividad de los accionistas minoritarios en España, a pesar de estar en aumento, sigue siendo bastante débil. Esto se pone de manifiesto en los escasos supuestos de activismo accionarial conocidos hasta la fecha. Parte de la explicación está en la cultura empresarial imperante, en la cual los accionistas actúan, por lo general, de forma pasiva. Esta forma de actuar se observa en la delegación de voto masiva en los consejos de administración.

II. Este argumento no puede ser suficiente por sí solo debido a que, en el resto de Europa, donde hay una cultura empresarial similar, sí se dan casos de activismo empresarial con mayor frecuencia. Además, a pesar de que los casos de activismo accionarial, hasta la fecha, han sido escasos, cuando se han dado han conseguido obtener relevancia (ej.: caso Bankia citado; actualmente en curso el caso Santander-Popular). Ello debiera hacernos sentir más optimistas respecto al futuro de estos movimientos, en línea con una mayor maduración de las prácticas de los inversores minoritarios locales.

Otras dos razones de esta falta de actividad accionarial son la falta de propuestas convincentes, y la poca utilidad de las herramientas facilitadas a los accionistas.

III. En el caso de la falta de propuestas, la participación de asesores especializados sería el camino para fomentar la aparición de nuevas propuestas. Al formar parte de un mundo globalizado, y más formando parte del mercado común europeo, es muy fácil acceder a servicios de empresas extranjeras. En este sentido, *proxy advisors* como ISS ofrecen sus servicios a inversores que actúan en nuestro mercado, incluso existe un *proxy advisor* español, Corporance.

Los dos instrumentos principales facilitados a los accionistas son el foro y las asociaciones de accionistas.

El foro de accionistas es un foro obligatorio, exclusivo de los accionistas, que la sociedad debe establecer en su página web. Dicho foro está previsto que tenga varias utilidades: como vía de comunicación, entre accionistas y de estos con la sociedad; para albergar las propuestas para completar el orden del día; para acoger las iniciativas que necesiten conseguir un porcentaje mínimo; para colgar ofertas o peticiones de representación voluntaria. El foro es útil como herramienta barata que mejora la comunicación entre accionistas, dándoles mayor facilidad para contactar entre si y mayor visibilidad a sus propuestas.

IV. En cuanto a las propuestas, es útil para aglutinar accionistas en el caso de ejercer derechos que necesiten un porcentaje mínimo; en cambio a la hora de encontrar soporte a propuestas que quieren completar el orden del día, esta herramienta es de escasa utilidad, debido a la exigencia de entrega de dichas propuestas, de forma fehaciente, cinco días antes de la celebración de la junta.

V. Por otra parte, a la hora de buscar y ofrecer representación voluntaria el foro puede ser de gran utilidad, ya que es un sistema de comunicación entre accionistas que es bastante eficaz. El problema que se plantea en este caso es el de los sujetos que están admitidos en el foro, siendo solo los accionistas y las asociaciones de accionistas de la propia sociedad los únicos integrantes del foro. Debido a esto se ve limitada su eficacia como elemento de ayuda a la hora de delegar la representación en terceros, sobre todo agentes profesionales.

VI. Los foros de accionistas tendrían mayor utilidad, si para hacer más accesible la participación en el orden del día, relajaran los requisitos de forma y plazo de este. Otro punto de mejora sería la posibilidad de debatir sobre las propuestas de los socios, de forma que se facilitara el intercambio de impresiones sobre dichas propuestas, para poderlas ajustar a lo que aspiren una mayor cantidad de socios. Por último, sería de gran ayuda a la hora de fomentar la participación de agentes que aglutinan y aconsejan el voto, si tuvieran cabida en ellos dichos agentes especializados del mercado, que pudiendo hacer aportaciones de valor y ofrecer, de forma controlada, sus servicios.

VII. Por otro lado las asociaciones de accionistas nacen con el objetivo de ayudar a agrupar a los pequeños accionistas para que consigan una mayor representación. En la práctica dichas asociaciones no están teniendo éxito debido fundamentalmente a la concepción tan estrecha que plantea la ley. La ley solo admite las asociaciones de accionistas formadas por accionistas de una sola sociedad, aunque hubo cierta polémica con este concepto, y obliga a estas a una serie de requisitos de fundación, como registrarse en la CNMV. Debido a las dificultades de adaptación y constitución y a los escasos beneficios que se les ofrece, las asociaciones ya existentes han decidido quedarse con su forma original. Esto supone un fracaso absoluto de dichas asociaciones, solo subsanable con una regulación más flexible y les confiera a las asociaciones mayores beneficios a la hora de ejercer la representación en todos los ámbitos.

VIII. De esta forma, debido a su escaso uso, podemos concluir que las herramientas dadas a los accionistas minoritarios para la defensa de sus derechos a través de la participación en la gestión social son deficitarias, provocando que dicha defensa se desarrolle por la vía de los tribunales en vez de mediante la participación activa de los socios minoritarios, como se puede observar en el caso de la salida a bolsa de Bankia.

IX. Para conseguir la participación real de los minoritarios es necesario hacer una revisión de los instrumentos que actualmente tienen a su disposición, flexibilizando la ley para hacer accesible el intercambio de información entre todos los agentes del mercado y otorgando beneficios de representación a las asociaciones de accionistas y diferentes agrupaciones de socios.

## **ABREVIATURAS**

CE: Constitución Española

CC: Código Civil

LSC: Ley de Sociedades de Capital

Art.: Artículo

Ej.: Ejemplo

OPV: Operación Pública de Venta

RSC: Responsabilidad Social Corporativa

EEUU: Estados Unidos de América

STS: Sentencia del Tribunal Supremo

ECGS: Expert Corporate Governance Services

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

AEMEC: Asociación Española de Accionistas Minoritarios de Empresas Cotizadas

## **BLIBLIOGRAFÍA**

### **LIBROS:**

Martí Lacalle, R. (2003). *El ejercicio de los derechos de minoría en la sociedad anónima cotizada*. Cizur Menor Navarra: Thomson-Aranzadi.

Zabaleta Díaz, M., Peinado Gracia, J. and Cremades García, J. (2012). *El accionista minoritario en la sociedad cotizada*. Madrid: LA LEY.

### **DOCTRINA:**

Aguilar, J. (2015). *Manual de defensa de los accionistas minoritarios y depositantes bancarios frente a la responsabilidad penal de las personas jurídicas en España*. Madrid: Editorial Tébar Flores.

Garrigues (1959). *La protección de las minorías en Derecho Español*. RDM.

Muñoz Martín, N. (1991). *Disolución y derecho a la cuota de liquidación en las sociedades anónimas..* Valladolid.

Rodríguez Artigas, F., Esteban Velasco, G., Sánchez Álvarez, M. and Fernández de la Gándara, L. (2016). *Estudios sobre derecho de sociedades*. Cizur Menor (Navarra): Thomson Reuters Aranzadi.

### **REVISTAS JURÍDICAS**

Alonso Ledesma, C. (2006). *Las asociaciones de accionistas: su conveniencia y sus riesgos*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, (104), p.143 y ss.

Aparicio González, M.L. (2005). *Gobierno Corporativo: entre el Derecho y la ética empresarial*. Revista de Derecho mercantil (257) págs.. 1131-1145.

Embid Irujo, J.M. (1995). *Cuestiones generales sobre la tutela de los socios externos*. RDG, (615), pág. 13418.

Recalde Castells (2008). *Consideraciones de política-jurídica sobre el ejercicio de los derechos de voto, asistencia y representación a distancia en las sociedades anónimas españolas*. Revista Aranzadi de Derecho y nuevas tecnologías, (19), pág. 30.

## **LEGISLACIÓN Y RECOMENDACIONES OFICIALES**

España. Constitución Española. Boletín Oficial del Estado núm. 311, de 29 de diciembre de 1978.

Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y la Seguridad en los Mercados Financieros y las Sociedades Cotizadas (2003). *Informe Aldama*. Madrid: CNMV.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2015). *Código de buen gobierno en las sociedades cotizadas*. Madrid: Composiciones Rali, S.A.

España. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio por el cual se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Boletín Oficial del Estado núm.161, de 3 de julio de 2010.

España. Real Decreto Legislativo de 1889 por el que se publica el Código Civil. Boletín Oficial del Estado núm. 206, de 16 de agosto de 1889.

## **JURISPRUDENCIA:**

España. Tribunal Supremo. Sala de lo Civil ( Sección Primera). Sentencia 19 febrero 1991

España. Tribunal Supremo. Sala de lo Civil (Sección Primera). Sentencia de 27 de Marzo 2009

España. Tribunal Supremo. Sala de lo Civil ( Sección Primera) Sentencia de 9 de octubre de 2014

España. Tribunal Supremo. Sala de lo Civil ( Sección Primera)Sentencia de 23 de Mayo de 2000

España. Tribunal Supremo. Sala de lo Civil ( Sección Primera)Sentencia de 14 de octubre de 1988

España. Tribunal Supremo. Sala de lo Civil ( Sección Primera)Sentencia de 6 de abril de 2006



## **WEBINARIO:**

### **Artículos Jurídicos:**

Alfaro, J. (2015). *Interés social, interés del socio e interés de los acreedores - Almacén de Derecho*. Almacén de Derecho. Available at: <https://almacenederecho.org/interes-social-interes-del-socio-e-interes-de-los-acreedores/>

GC Legal. (2018). *La impugnación de acuerdos sociales – GC Legal*. Available at: <https://gclegal.es/la-impugnacion-de-acuerdos-sociales/>.

García Villarrubia, M. (2016). *Artículos jurídicos / El orden público como fundamento de la impugnación de los acuerdos sociales - Uría Menéndez*. Uria.com. Available at: <http://www.uria.com/es/publicaciones/articulos-juridicos.html?id=5085&pub=Publicacion&tipo=>.

Iberley.es. (2016). *Impugnación de los acuerdos sociales de la Sociedad Anónima*. Available at: <https://www.iberley.es/temas/impugnacion-acuerdos-sociales-sociedad-anonima-40961>

Meyer, L. (2018). *Activismo accionarial: cambiar las cosas desde dentro*. Ethic. Available at: <https://ethic.es/2017/11/activismo-accionarial/>.

Plana Paluzie, À. (2016). *Interés social de las sociedades de capital*. Leyesyjurisprudencia.com. Available at: <http://www.leyesyjurisprudencia.com/2016/10/interes-social-de-las-sociedades-de.html>.

Prieto, J. (2018). *Diario Responsable*. Corporance.es. Available at: <http://www.corporance.es/wp-content/uploads/2018/10/Diario-Responsable-JPrieto-Ago18.pdf>

Pwc.es. (2013). *Proxy advisors ¿Qué impacto tienen sobre las sociedades cotizadas españolas?*. Available at: <https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/proxy-advisors.pdf>

### **Artículos Periodísticos:**

Benedito, I. (2017). *La revolución 'proxy', motor de las mejores prácticas en las compañías*. Expansión.com. Available at:  
<http://www.expansion.com/economia/2017/02/20/58aeb3e468aeb725e8b456d.html>

Eleconomista.es. (2018). *Exxon Mobil, demandada por engañar a sus accionistas - elEconomista.es*. Available at:  
<https://www.eleconomista.es/energia/noticias/9474924/10/18/Exxon-Mobil-demandada-por-enganar-a-sus-accionistas.html>

EXPANSION. (2018). *El inversor activista Daniel Loeb exige a Nestle que venda su 23% de L'Oreal - EXPANSION*. Available at:  
<http://www.expansion.com/empresas/distribucion/2018/07/02/5b3a80a1268e3e4d088b4753.html>

Expansión.com. (2017). *Exxon publicará informes sobre el impacto del cambio climático en su negocio*. Available at:  
<http://www.expansion.com/empresas/energia/2017/12/12/5a2ff234e5fdead73d8b45b8.html>

Fernández, D. (2016). *El poder de los asesores de los fondos de inversión enciende las alarmas*. EL PAÍS. Available at:  
[https://elpais.com/economia/2016/11/25/actualidad/1480089344\\_837363.html](https://elpais.com/economia/2016/11/25/actualidad/1480089344_837363.html)

Perea, I. (2017). *Tribuna | El éxito impulsado por el activismo accionarial*. Cinco Días. Available at:  
[https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/08/25/companias/1503678706\\_057050.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/08/25/companias/1503678706_057050.html)

Portillo, J. (2017). *Bankia ha compensado ya a los accionistas minoritarios con 1.815 millones*. Cinco Días. Available at:  
[https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/06/15/midinero/1497552988\\_122136.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/06/15/midinero/1497552988_122136.html)

Portillo, J. (2017). *Iberdrola lleva hoy a juicio a Bankia por la OPV con el resto del Ibx expectante*. Cinco Días. Available at:  
[https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/03/08/mercados/1489004182\\_243566.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/03/08/mercados/1489004182_243566.html)

Sánchez, R. (2010). *La enmienda Florentino*. [online] El Periódico de Aragón. Available at: [https://www.elperiodicodearagon.com/noticias/economia/enmienda-florentino\\_569175.html](https://www.elperiodicodearagon.com/noticias/economia/enmienda-florentino_569175.html)

### **Páginas web:**

Aemec.eu. (2018). *AEMEC*. Available at: <https://www.aemec.eu/que-es-aemec/objetivos-de-aemec.html>

Boe.es. (2018). *BOE.es - Documento consolidado BOE-A-2010-10544*. Available at: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>

Bolsamadrid.es. (2018). *Bolsa de Madrid - Servicios para Inversores*. Available at: <http://www.bolsamadrid.es/esp/Inversores/ServInversores.aspx>

Corporance - Asesores de Voto - The Spanish Proxy Advisor. (2018). *Corporance Asesores de Voto - The Spanish Proxy Advisor*. Available at: <http://www.corporance.es/>

Ecgs.net. (2018). *ECGS | Independent Local Experts Come Together*. Available at: <http://www.ecgs.net/>

Glass Lewis. (2018). *Best Practices Principles - Glass Lewis*. Available at: <http://www.glasslewis.com/best-practices-principles/>

Gsi-alliance.org. (2018). *GSIA /*. Available at: <http://www.gsi-alliance.org/>

ISS. (2018). *Home - ISS*. Available at: <https://www.issgovernance.com/>

Sede.cnmv.gob.es. (2018). *Sede electrónica de la CNMV Registro electrónico*. Available at: <https://sede.cnmv.gob.es/sedecnmv/sedeelectronica.aspx>