

EL INFORME WINTER SOBRE MODERNIZACIÓN DEL DERECHO SOCIETARIO EN EUROPA

 FERNANDO AZOFRA

Abogado

1. INTRODUCCIÓN

El pasado 4 de noviembre vio la luz el informe de la comisión de expertos designada por la Comisión Europea para la reforma y modernización del derecho societario en Europa. El Informe, conocido como «Informe Winter» en honor del Presidente de dicha comisión de expertos, el holandés Jaap Winter, es el segundo elaborado por dicha comisión, designada inicialmente en septiembre de 2001 y cuyo mandato fue prorrogado en abril de 2002 tras el Consejo de Ministros de Economía de Oviedo.

El Informe fue elaborado sobre la base de las observaciones, sugerencias y recomendaciones formuladas por empresas (en torno a un 10% del total), asociaciones empresariales y profesionales (66%), institutos y agencias públicas (8%), universidades (8%), profesionales (7%) y organizaciones no gubernamentales (2,5%) sobre un cuestionario o documento de consulta publicado por la Comisión Winter en abril de 2002.

Por áreas geográficas, las aportaciones de procedencia alemana representaron casi un 25% del total, seguidas de las de procedencia inglesa (20%). Las respuestas españolas fueron, desgraciadamente, casi inexistentes.

A la luz de las respuestas, y de las discusiones de la propia Comisión, se publica este Informe llamado a fomentar la adaptación del derecho societario en Europa a las exigencias de la culminación del merca-

do único, a agilizar y optimizar el funcionamiento de los mercados de valores y a fomentar el uso de las modernas tecnologías para mejorar los procesos societarios y la generalización de prácticas uniformes de buen gobierno corporativo.

El Informe aborda cuestiones tan dispares como los instrumentos de creación del derecho societario en Europa, las prácticas de buen gobierno corporativo, los grupos y pirámides de sociedades, la movilidad de las sociedades en el espacio europeo y los procesos de reestructuración, el ejercicio transfronterizo del derecho de voto y la posibilidad de celebración de juntas no presenciales, el desarrollo de tipos organizativos de cuño o marchamo europeo, como la sociedad anónima europea o la sociedad colectiva europea.

El objetivo último del Informe es sentar recomendaciones o propuestas de bases y pautas de actuación en relación al proceso de creación del derecho comunitario en materia societaria.

Como comentario general (y, como todos los de esta naturaleza, necesariamente reduccionista) no puede decirse que el Informe venga a abrir una revolución en el panorama del derecho societario europeo. Siendo generoso, de él apenas podría predicarse la evolución pausada, principalmente por la vía de la autorregulación o la iniciativa legislativa mitigada (en línea con las técnicas de regulación de los derechos anglosajones que, a pesar de muchos, se han ido abriendo paso en el derecho continental, princi-

palmente gracias al efecto de la globalización de los mercados de capitales). Así, frente a la tradición del principio de legalidad y la primacía de la norma en los derechos continentales, el Informe se decanta abiertamente por las políticas de autorregulación para la mejora del marco societario en Europa arguyendo las ventajas de estas prácticas en términos de flexibilidad y adaptabilidad con una realidad económica ciertamente cambiante (sin destacar demasiado, dicho sea de paso, la inseguridad jurídica o las mayores dificultades de ejecución que se derivan de los sistemas de autorregulación). En cuanto al derecho español en particular, una gran mayoría de sus recomendaciones y sugerencias (principalmente en materia de gobierno corporativo) se encuentran ya formuladas o apuntadas (cuando no son derecho aplicable) en nuestro ordenamiento. Tan sólo sus recomendaciones sobre el derecho de exclusión, amortización o compraventa compulsiva en situaciones de claro dominio (los denominados en la terminología inglesa «*squeeze-out rights*» y «*call-out rights*»), el concepto de «interés del grupo de sociedades» y los apuntes sobre la supresión del sacrosanto principio de la integridad del capital pueden considerarse realmente novedosos.

Por último, por el momento en que se ha gestado, el Informe debe mucho a los escándalos financieros americanos de 2001 y 2002: el paroxismo en la formulación de deberes de información, transparencia y lealtad en la gestión, la generalización de las responsabilidades de los administradores y otros actores respecto de la exactitud y veracidad de la información facilitada al público, las exigencias en materia de manifestación de conflictos de interés, etc.

Lo que sigue pretende ser una exégesis, necesariamente breve, de los aspectos más destacables del Informe, poniéndolos en relación con las iniciativas más recientes en las distintas materias en el panorama español e internacional (tales como la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de

Reforma del Sistema Financiero, el Informe Olivenencia¹, el Informe de la Comisión Aldama², las nuevas reglas aprobadas por la *Securities Exchange Commission*, la Ley Sarbanes-Oxley de 30 de julio de 2002 promulgada en respuesta a los escándalos financieros americanos, etc.).

2. ASPECTOS GENERALES

El Informe propone que el enfoque de la política comunitaria en materia societaria abandone la orientación exclusiva de establecer reglas uniformes de protección de los accionistas y los acreedores (al amparo del artículo 44.2.g) del Tratado de la Unión) para pasar a constituir un estímulo a la eficiencia y la competitividad en el mundo empresarial. En esta medida, propone la substitución de algunos de los mecanismos de protección que constituyen obstáculos injustificados a las actividades empresariales (y el Informe cita, a modo de ejemplo, algunas de las exigencias derivadas del principio de integridad del capital de la Segunda Directiva en materia societaria, por otros que sean tan eficaces pero más «ligeros»).

El Informe destaca la necesidad de que, en lugar de procurar uniformizar soluciones en términos de derecho sustantivo (con la relativa «petrificación» de la realidad que de estas reglas deriva), la UE se debería concentrar en presentar soluciones que permitan a las empresas actuar conforme a estándares internacionales y llevar a cabo reestructuraciones empresariales internacionales.

El Informe reflexiona sobre la utilidad de emplear extensivamente instrumentos de creación normativa de carácter inferior (reglamentación secundaria, leyes-modelo, fijación y supervisión de buenas prácticas, etc.), permitiendo mayor flexibilidad a la hora de poner en práctica soluciones y modificar las propuestas cuando la realidad lo aconseje o exija. Las Directivas, Reglamentos y otros instrumentos legis-

¹ «Informe sobre el gobierno de las sociedades cotizadas», publicado por la Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades el 26 de febrero de 1998 (www.cnmv.es/index.htm).

² «Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y la Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas», de 8 de enero de 2003 (www.cnmv.es/index.htm). Se ha considerado también para este trabajo (si bien tras un examen apresurado, dado que se publicó el mismo día de cierre de estas notas, el 20 de enero de 2003) el «*Review of the role and effectiveness of non-executive directors*» preparado por Derek Higgs por encargo del Ministerio de Hacienda y la Secretaría de Estado de Comercio e Industria del Reino Unido sobre la revisión del modelo de gobierno corporativo inglés («Informe Higgs») (disponible en el sitio de internet www.dti.gov.uk/cld/non_exec_review).

lativos de primer nivel deben limitarse a establecer los principios fundamentales, dejando la especificación a las reglas nacionales (preferentemente a través de disposiciones reglamentarias). La preferencia por la autorregulación del Informe es compartida por el recientemente publicado Informe Aldama, como lo fue en su día por el Informe Olivencia.

Los deberes de información son uno de los «caballos de batalla» del Informe, articulados como instrumento de regulación (nuevamente, los ecos de los escándalos americanos): obligando a las sociedades a divulgar datos relativos a su rendimiento financiero y sus prácticas de buen gobierno, se cree que se estará creando una fuerte disuasión de comportamientos contrarios a las buenas prácticas, especialmente en relación a las sociedades cotizadas.

Respecto de la regulación futura de las sociedades, el Informe propone que se adopte sobre la base de una nueva clasificación: sociedades cotizadas (aquellas cuyas acciones se encuentren admitidas a negociación en un mercado regulado o estén regularmente negociadas fuera de un mercado regulado), sociedades abiertas (aquellas cuyas acciones no se encuentran admitidas a negociación, pero cuya estructura interna permitiría esa negociación, pues sus acciones son libremente transmisibles y su titularidad se encuentra dispersa) y sociedades cerradas (aquellas cuyas acciones no son libremente transmisibles y no podrían, por esa causa, ser admitidas a negociación en bolsa o en las cuales una titularidad dispersa no es concebible). Así, mientras que para las sociedades cotizadas parece imponerse la exigencia de un cuerpo normativo uniforme y obligatorio para garantizar la protección de los inversores, para las cerradas parece haber más espacio para la autonomía de la voluntad en la regulación de las relaciones entre la sociedad y sus accionistas, en tanto que para las sociedades abiertas probablemente el punto intermedio será lo más conveniente.

Se recomienda que todas las iniciativas futuras en materia societaria se basen en procesos de consulta

previa a los integrantes de la industria, los mercados y los sectores afectados, y que exista un órgano de consulta e información permanente a la Comisión en esta materia.

Por último, el Informe apunta la necesidad adaptar el derecho societario europeo a las innovaciones tecnológicas³. En este ámbito, las medidas propuestas más relevantes consisten en obligar a las sociedades cotizadas a mantener información actualizada sobre la empresa en su respectivo portal o *website* (siendo esta una facultad para los demás tipos societarios), así como la de establecer hipervínculos con las autoridades de supervisión o los registros públicos, la de interconectar los registros públicos a nivel europeo y permitir el acceso y la consulta informáticos y, en fin, la de establecer un sistema electrónico centralizado en cada uno de los Estados miembros para el depósito o registro de la información obligatoria.

3. GOBIERNO CORPORATIVO

El Informe apunta que corresponde a los Estados miembros el establecimiento de un Código de Gobierno Corporativo que sirva como patrón y guía de las reglas de Gobierno Corporativo que las sociedades sometidas a su jurisdicción deben cumplir o, al menos, justificar por qué siguen prácticas diferentes. Se exige, no obstante, un cierto esfuerzo de coordinación a nivel europeo para garantizar la convergencia⁴.

3.1. Informe Anual de Gobierno Corporativo

La prestación de información al mercado sobre las estructuras de control interno, el funcionamiento de los órganos y, en general, todos los aspectos del buen gobierno se considera tan importante para el desarrollo económico como la transparencia de la información financiera y de las estructuras de control accionarial. El Informe reconoce la existencia de una cierta asimetría, en los Estados miembros, entre la rigurosidad y prolijidad (especialmente para sociedades cotizadas) de las obligaciones de información

³ En línea con la propuesta de modificación de la Directiva 68/151 (Primera Directiva), en relación a los requisitos de información respecto de los diferentes tipos de compañías, COM (2002) 279, de 3 de junio de 2002 (*DOCE* C 227, de 24 de septiembre de 2002).

⁴ En torno a la gran disparidad de códigos existentes, véase el estudio comparativo Weil, Gotschal & Manges sobre los códigos de buen gobierno en la Unión Europea y sus Estados Miembros (accesible en www.cnmv.es/index.htm). Un gran número de códigos se encuentra disponible en el sitio www.ecgi.org/codes/all_codes.htm.

cuantitativa, participaciones significativas y otros hechos significativos y la escasa atención a la difusión de información sobre gobierno corporativo (los artículos 37 y siguientes de la reciente Ley 44/2002 confirman esta observación). El Informe propone el establecimiento de la obligación, respecto de las sociedades cotizadas, de incluir en las respectivas cuentas anuales, un informe descriptivo sobre las reglas y prácticas de buen gobierno adaptadas o aplicadas en la sociedad (idea ya apuntada en España por la Recomendación núm. 23 del Código Olivencia). Esta información deberá además ser facilitada en el portal o *website*. Entre las secciones de este informe debe constar información sobre el funcionamiento de la junta, el consejo y las demás comisiones delegadas, la estructura accionarial, las relaciones de cualquier tipo existentes entre los accionistas de control, los consejeros y la sociedad y sus filiales y las operaciones con estas personas (en línea con las nuevas exigencias del artículo 37 de la Ley 44/2002 y los sistemas de control de riesgos (contenido similar proponen para este informe anual las páginas 16 y 17 del Informe Aldama).

Los autores del Informe proponen que este Informe sea elaborado en cumplimiento de los principios que se establecerán en una directiva comunitaria, que serán objeto de regulación más detallada al nivel de los Estados miembros.

La responsabilidad por el cumplimiento de la obligación de emitir este Informe Anual de Buen Gobierno deber recae sobre todo en el Consejo de Administración. El Informe Aldama (páginas 13 y siguientes) se hace eco de estas mismas sugerencias.

3.2. Participación en Juntas Generales

Las recomendaciones del Informe en este ámbito van encaminadas a facilitar y fomentar la participación activa e informada de los accionistas en la marcha de la sociedad. Se recomienda, al menos respecto de las cotizadas, que se dicten normas al nivel europeo sobre participación de los accionistas en la toma de decisiones (uniformización del derecho de información, propuestas de acuerdos, etc.).

Según propone el Informe, debería ser establecida la obligación, para las sociedades cotizadas al menos, de facilitar, a través del portal, toda la información y documentación necesarios para permitir a los accionistas participar en las juntas, así como delegaciones de voto y, aquí viene la novedad, el ejercicio de voto por correspondencia (en el mismo sentido, las páginas 18 y siguientes del Informe Aldama). La forma en que se facilita esta información se deberá describir en el informe anual de gobierno corporativo. Pese a admitir la eficiencia del portal de la sociedad como canal de transmisión bidireccional de información, el Informe considera inevitable mantener las exigencias nacionales en cuanto a difusión de la información (publicación en periódicos, BORME, etc.) (si bien admite que, para las sociedades cotizadas al menos, se debería permitir que la información impresa sólo fuera enviada a los accionistas bajo petición individual).

En lo relativo al requisito de representatividad para permitir la propuesta de puntos del orden del día o acuerdos sociales, el Informe recomienda que sean consistentes con los límites que las legislaciones nacionales establecen para el ejercicio del derecho de exclusión por el socio claramente dominante y derecho de venta del accionista claramente minoritario (los denominados derechos de «squeeze-out» y «sell-out» en la terminología anglosajona). Como es sabido, el derecho español no contempla la posibilidad recogida en otros sistemas legales europeos de que el accionista con porcentaje claramente dominante (entre 90% y el 95%, dependiendo de los países) pueda comprar compulsivamente o amortizar las acciones de los restantes accionistas, ni el derecho de los accionistas minoritarios residuales a forzar la compra de sus acciones por el accionista dominante o su amortización⁵.

El Informe propone que se creen las condiciones que permitan el voto por poder, por correspondencia y el electrónico (este último, aún no susceptible de convertirse en obligatorio en la Unión Europea), así como la participación en la asamblea general por

⁵ Véase, por ejemplo, el art. 490 del Código de Sociedades Mercantiles portugués o la propuesta de Directiva societaria en materia de OPAs publicada en octubre de 2002 (COM 534 final). El art. 572 del Anteproyecto de Código de Sociedades Mercantiles preparado por la Comisión General de Codificación del Ministerio de Justicia prevé dar carta de naturaleza a este derecho (remitiéndose al 90% del capital).

videoconferencias. Incluso apunta que los derechos nacionales deberían, en el futuro, admitir la posibilidad de que las sociedades acuerden, por mayorías reforzadas especiales, prescindir de la reunión física de la junta.

3.3. Inversores institucionales

La creciente importancia de los inversores institucionales en la vida de las empresas y su intervención cada vez más activa en las sociedades en las que participan hace necesario que se creen protecciones para los inversores finales o beneficiarios cara a la actividad de estas entidades respecto del ejercicio de los derechos de voto correspondientes a los valores que componen la cartera de inversión.

En este sentido, el Informe sugiere que las futuras iniciativas de regulación de los inversores institucionales impongan la obligación de prestar información acerca de la política seguida sobre el ejercicio del derecho de voto de las acciones de las sociedades en las que participen, así como de facilitar información histórica detallada sobre el ejercicio concreto del derecho de voto en relación a una sociedad emisora en concreto a requerimiento de cualquier inversor final⁶.

No se considera conveniente imponer a los inversores institucionales la obligación de ejercitar los derechos de voto de las participaciones que ostentan por cuenta de los inversores o beneficiarios últimos.

3.4. Derecho a investigación especial

El Informe propone la creación de un régimen marco a nivel de la Unión Europea que garantice la existencia, en todos los ordenamientos jurídicos nacionales, de un derecho de los accionistas con participaciones representativas de 5% o 10% del capital social, a demandar judicialmente la realización de una investi-

gación especial sobre determinados aspectos de la gestión de la sociedad o de las sociedades de su grupo, evidentemente ligado a la existencia de una sospecha fundada y seria de administración o gestión fraudulenta o abusiva.

3.5. Administración de la sociedad

El Informe propone que se consagre, a nivel europeo, la libertad de elección para todas las sociedades cotizadas y las abiertas de una estructura de administración unitaria (como la que recoge el ordenamiento español) o dual (como el alemán, por ejemplo).

Partiendo de la importancia del accionista como agente de control de la administración de las sociedades, pero reconociendo que el aumento de la dispersión de los accionistas en el seno de las modernas sociedades cotizadas estimula una cierta apatía entre los accionistas minoritarios, el Informe incide en la necesidad de que la supervisión de la administración se articule a través de consejeros no ejecutivos u órganos de supervisión (consejeros «externos» en la terminología implantada por el Informe Olivencia y seguida por el Informe Aldama). Cuando existen accionistas mayoritarios, sus representantes en el órgano de administración (los consejeros «dominicales» para el Informe Aldama) sirven adecuadamente, con carácter general, para supervisar el desempeño de sus funciones por los consejeros ejecutivos («internos» en el Informe Aldama). En determinadas ocasiones, sin embargo, la existencia de conflictos de interés impide a los consejeros dominicales actuar en beneficio de los accionistas minoritarios y de ahí la necesidad de que entre los consejeros externos, exista una mayoría de independientes⁷ (Recomendaciones núm. 2 y 3 del Código Olivencia).

Así, en las sociedades cotizadas, el Informe entiende que las decisiones relativas al nombramiento

⁶ Directiva 77/91, de 13 de diciembre, sobre la coordinación de las salvaguardas que, para la protección de los intereses de los accionistas y terceros, son exigidas por los Estados miembros a las sociedades, en el sentido del segundo apartado del art. 58 del Tratado, respecto de la constitución de sociedades con limitación de responsabilidad y el mantenimiento y alteración de su capital, al objeto de hacer dichas salvaguardas equivalentes en la Comunidad (*DOCE* L 26, de 31 de enero de 1997).

⁷ El informe anual de la CNMV sobre el grado de asunción del Código de Buen Gobierno (o Código Olivencia) entre sociedades cotizadas relativo a 2001 (www.cnmv.es/index.htm) (pág. 7) constata que, aunque ha aumentado significativamente la proporción de consejeros independientes en el seno de los consejos, se mantiene aún por debajo del umbral recomendado por el Código Olivencia. Es interesante destacar que el Informe Higgs (pág. 35) es mucho más exigente en este punto que el Código Olivencia o el Informe Winter, al demandar que al menos la mitad de los miembros del órgano de administración (sin contar el presidente) sean independientes.

to y remuneración de los administradores y auditoría de cuentas sean adoptadas por órganos compuestos por administradores externos, que sean mayoritariamente independientes (sin imponer, al contrario que las secciones 301-305 de la americana Ley Sarbanes-Oxley de 30 de julio de 2002, una formación exclusiva de independientes).

Se sugiere a la Comisión Europea la emisión de una Recomendación para que los Estados miembros dicten normas que, como mínimo, obliguen a las sociedades a justificar los casos en los que se aparten de estas reglas (conforme al principio «cumplir o explicar» al que también se refiere el Informe Aldama —página 19—).

Dicha Recomendación debería además indicar los criterios de definición de la independencia de los administradores externos, que sugiere se apoye en una enumeración pormenorizada de las relaciones de los consejeros y la sociedad que desvirtúen la independencia, que se presenta muy detallada ya en el Informe (más exhaustiva que la que aborda la página 34 y siguientes del Informe Aldama y frente a definición genérica que propuso el apartado 2.1 del Informe Olivencia). Adicionalmente, se impondría a las sociedades cotizadas la obligación de identificar, en el momento de nombramiento e en los informes anuales de gobierno corporativo, qué administradores se consideran independientes a efectos de esa Recomendación y la fundamentación de dicho juicio.

Se propone obligar a las sociedades cotizadas a incluir, en el informe anual de gobierno corporativo, un perfil del consejo de administración (experiencia, aptitudes, etc.), que contenga una exposición de los motivos por los que cada administrador externo se encuentra cualificado para ejercer el cargo evitando así que la única aportación de los externos a la sociedad sea su condición de externos (en línea con el fenómeno que el apartado 2.1 del Informe Olivencia identificó, de forma algo peyo-

rativa, al referirse al «mercado de los independientes»). Deberá además informarse sobre qué otros cargos desempeñan los administradores externos en otras sociedades.

Lamentablemente, el Informe dedica poca atención a la especificación de los deberes de lealtad y diligencia de los administradores (al contrario que los Informes Olivencia y Aldama), pese a reconocer la existencia de normas muy genéricas en la mayoría de los Estados miembros (del tipo de nuestro artículo 127 de la Ley de Sociedades Anónimas).

3.6. Remuneración de los administradores

El Informe propone que la política de la sociedad en relación con la remuneración de los administradores pase a constar en las cuentas anuales de la sociedad y sea objeto de discusión y votación separada en la junta general ordinaria (sin que sea necesario que conste en el orden del día para que los accionistas puedan discutir y acordar en relación a la política de remuneraciones). El Informe propone incluso que la remuneración individual de cada administrador se identifique, de forma desglosada, en las cuentas de la sociedad (en línea con la Recomendación núm. 15 del Código Olivencia y frente a la menor severidad del Informe Aldama, que admite una adaptación progresiva a este requisito, a la vista de la resistencia apreciada en la práctica⁸, permitiendo que, de forma transitoria, las empresas faciliten datos agregados en vez de individualizados).

Los expertos consideran que las fórmulas de remuneración que incluyan la atribución de acciones de la sociedad, opciones sobre acciones o, en general, que se refieran o vinculen a la evolución de la cotización de la sociedad deberían ser aprobadas específicamente por la junta general, teniendo como base la explicación detallada de los métodos utilizados en el cálculo y el coste previsible. Estos sistemas, ligados a la evolución económica de las sociedades, se consideran incompatibles con la independencia de los consejeros independientes⁹. La propuesta de

⁸ El informe anual de la CNMV sobre el grado de asunción del Código de Buen Gobierno (o Código Olivencia) entre sociedades cotizadas relativo a 2001 (pág. 12) pone efectivamente de relieve que la Recomendación núm. 15 del Código, relativa a la transparencia de las remuneraciones del consejo, es una de las menos aplicadas (tan sólo el 15% de las entidades encuestadas facilita información individualizada).

⁹ El Informe Aldama va incluso más lejos al afirmar que estos sistemas son sólo apropiados para los consejeros internos (pág. 40). Por el contrario, el Informe Higgs se muestra más permisivo al admitir la entrega de acciones a los independientes, pero no de opciones sobre acciones (pág. 57).

establecimiento de estos sistemas y la justificación debe ser presentada por la comisión especial responsable del nombramiento y remuneración (la «comisión de nombramientos y remuneraciones» a que se refiere el Informe Olivencia).

Los métodos de remuneración deberán reflejarse con la suficiente claridad en las cuentas anuales (proponiendo el Informe que este principio contable quede adecuadamente consagrado en una norma de derecho comunitario, consciente de que la necesidad de reflejar el impacto en las cuentas puede actuar como elemento disuasorio a sistemas de remuneración exorbitantes).

3.7. Responsabilidad de los administradores por las informaciones prestadas por la sociedad y por gestión negligente

Sin duda influenciados por la alarma creada por los escándalos financieros americanos que sacudieron los mercados mundiales en 2001 y 2002, el Informe sugiere que el derecho comunitario debe consagrar la regla de la responsabilidad colectiva de los consejeros por la exactitud y probidad de las informaciones de naturaleza financiera y no financiera prestadas por las sociedades (incluido el informe anual sobre gobierno corporativo), salvo casos de responsabilidad específica.

Además, propone la adopción de un régimen comunitario en materia de gestión negligente, que declare responsables a los administradores, incluyendo los administradores de hecho (o los que denomina como «administradores en la sombra» y cuya definición deberá concretarse) siempre que hayan permitido la continuación de la actividad de la empresa pese a ser posible prever su incapacidad para atender sus obligaciones corrientes de pago¹⁰.

El Informe considera que se debe encomendar a los Estados miembros el establecimiento de sanciones por la prestación de informaciones engañosas, y concluye que la Comisión podría investigar la viabilidad y conveniencia de imponer la inhabilitación para el ejercicio de cargos de administración a nivel

comunitario como sanción por la práctica de actos prohibidos.

3.8. Auditoría

La auditoría de las cuentas anuales tiene un papel esencial en el correcto funcionamiento de las sociedades y los mercados. Al margen de las iniciativas europeas sobre auditoría externa¹¹, el Informe se centra en los aspectos internos de la auditoría: exigiendo que la responsabilidad sobre el seguimiento y supervisión de la auditorías de cuentas de una sociedad deberá ser encomendada a una comisión (la «Comisión de Auditoría» que impone a las sociedades cotizadas el artículo 47 de la reciente Ley 44/2002) compuesta por administradores externos que sean en su mayoría independientes (debiendo las funciones de esta comisión quedar definidas en la Recomendación de la comisión europea a la que se ha hecho referencia). El Informe se refiere a las relaciones entre los consejeros internos y los miembros de esa comisión, las funciones de la comisión, el acceso a la información de sus miembros, etc.

4. INTEGRIDAD DEL CAPITAL SOCIAL

4.1. La revisión del modelo de la integridad del capital

El Informe parte de reconocer las carencias del modelo continental sobre la integridad del capital social (que también sigue el derecho español) para asegurar la debida protección de los acreedores sociales, de los accionistas y, en última instancia, del sistema económico y financiero: la evidencia empírica demuestra que mantener una cifra de capital social no garantiza la capacidad de la empresa para pagar sus deudas en ciertas situaciones, no existe protección frente a la distribución de activos o cuando existen pérdidas, etc. El Informe propone una reforma de este régimen que se debería realizar en dos fases:

— Una primera fase, en la que se modernizaría el régimen actual de la Segunda Directiva (suprimiendo ciertas exigencias formales que aumentan el

¹⁰ Véase a este respecto, el Proyecto de Ley Concursal, así como las recomendaciones sobre extensión subjetiva de los deberes de los administradores a altos ejecutivos, administradores de hecho, administradores ocultos y accionistas de control que contiene el Informe Aldama.

¹¹ La Recomendación de la Comisión 2002/590/CE, de 16 de mayo, sobre independencia de los auditores de cuentas en la UE: principios fundamentales (DOCE L 191, de 19 de julio de 2002).

coste de capital para las sociedades sin añadir ventajas de protección de accionistas o acreedores, admitiendo la posibilidad de emitir acciones sin valor nominal o «*no par value shares*»), etc.); y, posteriormente,

— En una segunda fase, discutir la posibilidad de que los Estados miembros introduzcan un régimen alternativo en el que se prescindiera del concepto de capital social.

4.2. Aportaciones no dinerarias

Partiendo del reconocimiento de la generalización del recurso en el tráfico a las emisiones de valores con contraprestación no dineraria, el Informe propone mitigar la rigurosidad de la norma que exige la realización de valoraciones periciales independientes en los casos en que existan referencias de valoración claras y confiables (precio de mercado, valoración reciente, cuentas auditadas recientemente, etc.). Incluso sugiere a la Comisión Europea que revise la prohibición de aportación no dineraria en la forma de servicios.

4.3. Derechos de suscripción o asunción preferente

El Informe se muestra partidario de flexibilizar más la rigurosidad de las normas comunitarias en materia de exclusión de derechos de suscripción preferente (flexibilizando por ejemplo las exigencias formales derivadas del artículo 29 de la Segunda Directiva). En particular, en la hipótesis de que, respecto de sociedades cotizadas, los administradores, contando con la oportuna autorización de la junta, supriman los derechos de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones, con dispensa de las formalidades legales actualmente exigidas, en los casos en los que el valor de emisión fuera igual al precio de cotización (o sólo ligeramente inferior). El derecho español, como se sabe, ha admitido esta posibilidad de exclusión «delegada» por el consejo de administración del derecho de suscripción preferente en la penúltima modificación del artículo 159 LSA (a través de la Disposición Adicional trigésima cuarta de la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social), si bien, sin renunciar al informe de auditores. La última modificación del artículo 159 de la LSA (derivada de la Disposición Adicional 9.4 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre), mantiene la posibilidad de exclusión «delegada» del derecho de sus-

cripción preferente exigiendo que el tipo de emisión se corresponda con el «valor razonable» de las acciones (que, respecto de sociedades cotizadas, se presume salvo prueba en contrario referido a su cotización bursátil). Respecto de la exclusión ordinaria del derecho de suscripción preferente por la junta, la reforma del artículo 159 derivada de la Ley 44/2002 admite incluso la posibilidad de que la junta pueda acordar la emisión de nuevas acciones a cualquier precio, siempre que sea superior al valor neto patrimonial de éstas que resulte del informe del auditor.

El Informe reconoce en todo caso que, si se admitiera finalmente la categoría de acciones sin valor nominal, la exclusión de los derechos de suscripción preferente habrá de ser reconsiderada, ya que el derecho de suscripción preferente es el único medio de que se valen estos accionistas para impedir la dilución económica.

4.4. Protección de acreedores

El Informe considera que se deberá extender el régimen actualmente previsto para la protección de acreedores en el caso de reducción del capital (en particular, a través del ejercicio del derecho de oposición para el pago o afianzamiento de los créditos pendientes) a todas las transacciones de reestructuración de la sociedad. Como contrapeso a esta extensión del régimen de protección, se impone al acreedor la carga de probar la existencia de daño o perjuicio. En el caso español, esta última exigencia resultará extraña, ya que a diferencia de otros países, el derecho de oposición no exige ejercicio judicial ni alegación o prueba del perjuicio (ni tan siquiera admite la posibilidad de inhibición de la oposición probando la sociedad que no concurre riesgo o perjuicio de decaimiento de la solvencia o imposibilidad de pago puntual de las obligaciones a resultas de la reducción de capital).

4.5. Régimen de acciones propias y asistencia financiera

El Informe sugiere que se altere el criterio para la definición del límite permitido de adquisición de acciones propias. En opinión de los expertos, este límite se debería corresponder con las reservas libres de la sociedad en lugar de acogerse un límite numérico (actualmente el 10% del capital social conforme al artículo 19.1. b) de la Segunda Directiva), que

se considera arbitrario. Este mismo límite debería regir la constitución de garantías sobre acciones propias.

El Informe advierte que esta solución puede ser contraria a la Directiva relativa a Abuso de Mercado (en fase de discusión) pero que, al menos respecto de las sociedades no cotizadas, puede ser viable.

Igualmente, se recomienda la revisión del derecho comunitario en materia de asistencia financiera, de forma que se permitan estas prácticas hasta el límite de las reservas distribuibles. Esta recomendación debería ser especialmente bienvenida en el derecho español, en el que el corsé que deriva del artículo 81 de la LSA es especialmente severo, no recogiendo las excepciones que, por ejemplo, recoge el derecho inglés, en los casos de sociedades total o mayoritariamente controladas.

Las actuaciones constitutivas de asistencia financiera deberían ser ejecutadas por la administración de la sociedad durante un cierto periodo de tiempo bajo la autorización general derivada de un acuerdo de la junta general (salvo que dicha asistencia se preste en el curso ordinario de la actividad de la sociedad, conforme a la excepción legal derivada del párrafo 2 del artículo 22 de la Segunda Directiva), adoptada sobre la base de determinadas informaciones mínimas.

4.6. Amortización o compraventa compulsiva de acciones

El grupo de expertos reitera en este Informe las conclusiones ya señaladas en su anterior Informe sobre Derechos de Exclusión y Compraventa Compulsiva a resultas de una Oferta Pública de Adquisición, en el sentido de permitir con carácter general (i) que el accionista que haya adquirido un mínimo de 90% y un máximo de 95% del capital social (a concretar por los Estados miembros) pueda imponer la amortización de las acciones de los accionistas minoritarios (y no sólo, como recoge el artículo 36 de la Segunda Directiva, en el caso de que dicho derecho esté admitido en los estatutos de la sociedad) y (ii) que los accionistas minoritarios tengan, en dicha situación, el derecho a forzar la amortización o compra compulsiva de sus acciones por el accionista

dominante. El supuesto de hecho al que el Informe vincula el nacimiento de estos derechos es la adquisición de los porcentajes de capital claramente dominantes que se citan, en su caso, respecto de cada una de las clases de acciones existentes. El Informe propone la extensión de este régimen a las sociedades cotizadas y a las abiertas. El derecho español, como se sabe, desconoce un derecho de exclusión, amortización o compraventa compulsiva en esta hipótesis (por más que se haya querido ver un derecho análogo en el artículo 164.3 de la LSA)¹².

4.7. El futuro régimen alternativo

En un segundo momento, el Informe propone que se permita a los Estados miembros adoptar un régimen alternativo al actual régimen de integridad del capital social, en el cual cabe destacar las siguientes características:

a) Protección de acreedores

La distribución de beneficios queda condicionada a la previa realización de un «test de solvencia». La solvencia será objeto de valoración, tanto al nivel del patrimonio neto de la sociedad, como de su liquidez previsible.

La confirmación de la situación de solvencia se constatará por medio de un «certificado de solvencia» que los administradores deberán emitir (quedando, lógicamente, responsabilizados de la exactitud y conformidad de su contenido), proponiendo el Informe además que dicha responsabilidad se extienda a los administradores de hecho y a los ocultos.

b) Protección de accionistas

Se considera necesario sujetar cualquier emisión de acciones con exclusión o limitación de los derechos de suscripción preferente de los accionistas al acuerdo expreso de la junta general, así como establecer la obligación de realizar cualquier emisión de acciones a un «valor real» vinculado al valor de las acciones existentes (por oposición al concepto de valor nominal actualmente mayoritariamente impuesto en los ordenamientos europeos). Naturalmente, la forma de determinar este valor real será diferente tratándose de sociedades cotizadas o no cotizadas. En las sociedades cotizadas, el valor real se

¹² C. Paz-Ares: «Aproximación al estudio de los *squeeze-out* en el derecho español», *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, núm. 3, 2002, págs. 49 y ss.

corresponderá al precio de cotización. En las no cotizadas, se podría recurrir al valor que resulta de las cuentas auditadas o, no existiendo cuentas auditadas, el Informe propone que sean los administradores los que certifiquen el valor correcto de las nuevas acciones (que sería en todo caso objeto de apreciación y aprobación expresa por la junta general).

5. GRUPOS Y PIRÁMIDES

La existencia de grupos de sociedades es considerada por el Informe como una realidad económica útil y legítima, oponiéndose en consecuencia con carácter general a cierta corriente de opinión que aboga por la supresión del privilegio legal de la limitación de la responsabilidad basada en el simple hecho de la existencia de una relación de grupo.

El concepto de «pirámides» que utiliza el Informe se basa en la existencia de una cadena de control entre sociedades, constituida por diversas sociedades «holding» o de mera tenencia, que controlan sociedades en las que existen accionistas minoritarios, constituyendo esas participaciones dominantes inversiones relativamente reducidas y estando los accionistas minoritarios bastante desprotegidos. Respecto de las pirámides el Informe propone medidas destinadas a aumentar la transparencia, admitiendo que el fenómeno de los grupos y las pirámides es difícil de regular a través de medidas específicas (en particular, el Informe recomienda que se abandonen los esfuerzos de aprobación de la Novena Directiva, sobre grupos de sociedades).

En este ámbito, el Informe sugiere que aumenten las obligaciones de información sobre la estructura y las relaciones existentes, siendo la sociedad matriz la responsable por prestar información coherente y veraz.

El Informe sugiere que se revisen las disposiciones de la Séptima Directiva sobre cuentas consolidadas, que no permiten reflejar la realidad de la situa-

ción financiera de todas las entidades del grupo o el grado de dependencia de las filiales respecto de la matriz. Se pretende, claro está, garantizar que la información publicada permita al mercado y al público en general obtener la imagen fiel y clara de la estructura de funcionamiento del grupo, incluyendo información sobre las participaciones cruzadas y los acuerdos de accionistas existentes.

Como principal novedad en esta materia, considera el Informe que los Estados miembros deberían ser obligados a adoptar una norma que permita a los administradores de una empresa integrada en un grupo adoptar una «política coordinada de grupo» (incluso aunque sea contraria a los intereses de la sociedad de que se trate), con tal de que sean debidamente protegidos los intereses de los acreedores sociales y que, a lo largo del tiempo, exista un equilibrio o balance entre las ventajas y las desventajas que resultan para los accionistas de la sociedad las políticas de grupo¹³. En este punto, el Informe es realmente revolucionario respecto del ordenamiento español, basado en el principio fundamental y único del «interés social» (como referente ético y estético de las actuaciones de la administración y de la junta de accionistas)¹⁴, y sin contemplar por tanto, el concepto de «interés del grupo».

La Comisión Europea debería asimismo contemplar la posibilidad de fomentar la introducción, al nivel de los ordenamientos nacionales, de reglas procesales y sustantivas de carácter consolidado para el tratamiento de las insolvencias de sociedades que se encuentren en relación de grupo.

Para eliminar ciertos efectos perversos derivados de las estructuras de pirámide en los mercados, los autores del Informe consideran que la UE debería exigir que las autoridades nacionales responsables de la admisión a negociación de valores rechazasen la admisión de sociedades de mera tenencia cuyo único patrimonio sea la participación en otra sociedad

¹³ Especialmente interesante a este respecto es el análisis del «Forum Europaeum» sobre las legislaciones de algunos Estados miembros que contemplan esta posibilidad («Corporate Group Law for Europe», *European Business Law Review*, núm. 1, 2000).

¹⁴ Las normas que establecen excepciones al beneficio de la limitación de la responsabilidad o la extensión de responsabilidad a los administradores o accionistas de las sociedades del grupo (o de alguna de ellas) respecto de las deudas de otra de las sociedades del grupo que se contemplan en algunas disposiciones legales españolas (principalmente en el ámbito laboral o fiscal) no perjudican este juicio general.

cotizada. Sugiere igualmente que los índices de mercado deberían apenas reflejar el *free float* de las empresas cotizadas (en línea con las modificaciones en el cómputo de la capitalización bursátil a efecto de la inclusión en el IBEX 35 aprobadas por el Comité Asesor Técnico de los índices IBEX de la Sociedad de Bolsas en abril de 2000).

6. REESTRUCTURACIÓN Y ALTERACIÓN DE LA SEDE EFECTIVA DE LAS SOCIEDADES

El Informe se hace eco de la fuerte presión a nivel europeo para establecer mecanismos que permitan la reestructuración internacional de las sociedades en el seno de la Unión Europea (fusiones transfronterizas, desplazamiento de las sedes de las empresas en la Unión, etc.), como la propuesta de Decimocuarta Directiva, sobre transferencia del domicilio social.

6.1. Alteración de la sede efectiva

La alteración de la sede efectiva entre dos Estados que apliquen la regla de la sede social como punto de conexión para la determinación de la ley personal de la sociedad no debe acarrear sanción, imposición o carga alguna por el Estado de origen, debiendo ser eliminado de la legislación comunitaria cualquier obstáculo a dichos movimientos.

Cuando se produzca una alteración de la sede efectiva a un Estado miembro que considere como ley personal la ley del lugar de la sede efectiva, se debe permitir que el Estado de acogida imponga las exigencias propias de su derecho a la sociedad, con tal de que esas exigencias se encuentren dentro de los límites impuestos por los principios del interés general legítimo, la proporcionalidad, la intervención mínima, la no-discriminación y la transparencia que tiene declarados el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en torno a la libertad de movimientos dentro de la Unión Europea en un sinnúmero de sentencias¹⁵.

En este sentido, el Informe apunta que cualquier interferencia en términos de exigencias de capital

mínimo será contraria a dichos principios en la medida en que se encuentren ya parcialmente armonizados y su importancia es manifiestamente reducida.

El Informe niega además que el Estado de acogida pueda mantener exigencias relativas a deberes de información, transparencia y seguridad, dado que estos han sido ya objeto de armonización europea.

Respecto a la regulación interna y la estructura de la sociedad, el Informe propone que se adopte, a nivel europeo, la posibilidad de que las sociedades puedan acoger un sistema de administración unitario o dual, por lo que, una vez implementada, esta exigencia dejará de constituir un obstáculo a la alteración de la sede de un Estado a otro.

El Informe, por fin, admite únicamente que puedan imponerse las exigencias de la ley del Estado de acogida relativas a la participación de los trabajadores en la gestión de la sociedad. En estos casos, propone que la liquidación y la disolución de la sociedad como sanción por incumplimiento de las leyes del Estado de acogida relativas a la participación de los trabajadores se impongan como último recurso (debiendo el Estado de acogida crear las condiciones para que la sociedad tenga tiempo de realizar las adaptaciones necesarias para el cumplimiento de dichas exigencias legales del Estado de acogida).

En el caso de alteración de la sede efectiva desde el territorio de un Estado que aplique la regla de la sede efectiva como punto de conexión para la determinación de la ley personal con la motivación de escapar de las imposiciones del derecho del Estado de origen se puede justificar que este Estado mantenga la aplicación de su derecho nacional, con sujeción a los mismos principios de derecho comunitario.

La eventual imposición de reglas por el Estado de acogida dará lugar a conflictos de leyes, que el Informe considera deben ser resueltos por la regla de la reciprocidad (es decir, el Estado de origen está obligado a aceptar las imposiciones del Estado de acogida que él mismo exigiría a una sociedad originaria de ese Estado).

¹⁵ En particular, la sentencia del TJCE de 9 de marzo de 1999 en el asunto *Centros* (as. C-211/97, *Rec.* pág. I-1459) y las tres sentencias del mismo Tribunal de 4 de junio de 2002 en los asuntos *Comisión c. República Portuguesa*, *Comisión c. Francia* y *Comisión c. Reino de Bélgica* («Golden Shares») (as. C-367/98, as. C-403/99 y as. C-503/99, *Rec.* págs. I-4731 y ss.) (véase el comentario a estas sentencias que se recoge en la sección de Actualidad de la Competencia del núm. 3 de 2002 de *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*).

6.2. Fusiones

El Informe parte, en esta materia, de la constatación de que los efectos económicos respecto de la sociedad absorbente de una fusión no son muy diferentes de los derivados de una compra por canje de acciones u otras operaciones ordinarias que entrañan la asunción de obligaciones y la emisión de capital. No obstante esta similitud en los efectos económicos, las operaciones de fusión se encuentran sujetas a formalidades especiales de aprobación por una junta especial de la sociedad absorbente, o al menos, medidas de publicidad y protección de los minoritarios (a las que se refiere la Tercera Directiva¹⁶), que no se imponen en esas otras operaciones similares.

El Informe sugiere que, respecto de las fusiones de ámbito nacional, se eliminen a nivel del derecho comunitario los requisitos relativos a la realización de junta general especial, mayorías reforzadas, publicidad y protección de acreedores impuestas a la sociedad absorbente, dejando que sean los Estados miembros los que regulen las medidas adecuadas de control por los accionistas en dichos procesos de fusión.

Para el caso de fusiones de ámbito internacional, el Informe propone que el Estado miembro de la sociedad absorbida esté obligado a aceptar la dispensa parcial o relajación de las exigencias legales cuando hayan sido adoptadas en el Estado miembro de la sociedad absorbente.

Estas conclusiones son válidas e incluso más justificadas aún en el caso de fusiones de sociedades totalmente dominadas por la sociedad absorbente.

6.3. Armonización comunitaria de la protección de acreedores

El Informe propone que se extienda el régimen de protección de los acreedores en vigor para la reducción de capital a todas las transacciones de reestructuración y, en particular, para los casos de fusiones internacionales.

7. LA SOCIEDAD LIMITADA EUROPEA (SLE)

Al hilo de la aprobación del tipo de la Sociedad Anónima Europea, el Informe se cuestiona sobre la

conveniencia y oportunidad de fomentar la creación de un tipo social europeo dirigida a las pequeñas y medianas empresas (PYMEs) que deseen actuar de forma transfronteriza en la Unión Europea.

El Informe considera que el nacimiento de un tipo societario dirigido a las pequeñas y medianas empresas debe demorarse al menos hasta la promulgación de la Décima Directiva relativa a las fusiones transfronterizas, dado que esta directiva, y el marco legal que de ella se desprenderá, podrá ya permitir a las PYMEs actuar en el ámbito comunitario de forma satisfactoria.

Al introducir el tipo de la SLE, el Informe considera que se debe permitir que la integren tanto personas físicas como jurídicas y que la SLE se pueda constituir con independencia de que sus fundadores procedan de dos o más Estados miembros. El criterio relevante para la determinación del carácter «europeo» de una SLE debe ser, en opinión de los expertos, el hecho de que la sociedad vaya a desarrollar su actividad en el territorio de más de un Estado miembro.

El Informe advierte, no obstante, de la necesidad de que el régimen legal de la SLE establezca en términos claros un punto de conexión con un determinado ordenamiento jurídico nacional, ya que, en la práctica, la existencia y funcionamiento de la SLE exige el recurso a nociones y conceptos de derecho privado, inexistentes en el derecho comunitario.

8. COOPERATIVAS Y OTRAS FORMAS DE EMPRESA

El Informe concluye que no existe una necesidad urgente de crear regímenes europeos para las asociaciones, mutualidades o las fundaciones (habida cuenta, especialmente, de la disparidad de regímenes nacionales existentes y de la escasa relevancia económica de estas figuras). Recomienda en todo caso que las reglamentaciones futuras sobre estas formas asociativas se formulen través de leyes modelo (sin perjuicio de que puedan también beneficiarse de la armonización que se desprenderá de la regulación de la *Societas Cooperativa Europea*, recientemente impulsada por el Consejo Europeo¹⁷).

¹⁶ Directiva 78/855/CE, de 9 de octubre, basada en el art. 54.3.g) del Tratado, sobre las cuentas de ciertos tipos de compañías (DOCE L 295, de 20 de octubre de 1978).

¹⁷ Propuesta de Reglamento sobre el estatuto de la Sociedad Cooperativa Europea - COM (93) 252 Final (DOCE C 236, de 31 de agosto de 1993).

El Informe recomienda, no obstante, que siempre que cualquier entidad que revista estas formas alternativas de organización desempeñe actividades económicas o participe como accionista en sociedades cotizadas se impongan a estas entidades las exigencias comunitarias relativas a los deberes de información y de gobierno corporativo (al objeto de evitar prácticas de competencia desleal y ocultamiento o falseamiento de las estructuras de control de las sociedades cotizadas).

En relación con la necesidad de adoptar un concepto europeo de «empresa», el Informe reconoce la dificultad de formular dicho concepto. Propone, alternativamente, que si fuera necesaria la formulación de una disposición legal comunitaria en torno a la empresa, se siga la técnica de la enumeración de las diferentes figuras legales existentes en los diversos ordenamientos a las que se aplicarán las disposiciones de dicha disposición comunitaria. Por el contrario, el Informe se muestra partidario de la necesidad de que se facilite información sobre las formas asociativas que acometan o desarrollen actividades económicas (al menos, las que gozan del beneficio de la limitación de la responsabilidad), mediante la interconexión de los registros públicos en la Unión.

9. PRIORIDADES DE ACTUACIÓN

Consciente de que la ejecución de las propuestas que formula conlleva la necesidad de instar y desarrollar un significativo número de iniciativas legislativas, el Informe recomienda a la Comisión que se elabore un Plan de Acción sobre el Derecho Societario Europeo. Las recomendaciones del Informe se agrupan en tres categorías, según el horizonte temporal de su adaptación.

En el corto plazo: perfeccionamiento del marco de gobierno corporativo de las empresas, en particular a través de:

- Formulación de los deberes de información en materia de gobierno corporativo;
- Fortalecimiento del papel de los administradores externos independientes, especialmente en lo que se refiere a materias en las que los administradores internos se encuentran en situación de conflicto de intereses (nombramiento y remuneración de los administradores, auditoría de cuentas, etc.);

- Establecimiento de un adecuado régimen de remuneración de los administradores, exigiendo la prestación de información relativa a la política de remuneraciones, la remuneración individualizada, la necesidad de aprobación por los accionistas de los sistemas de remuneración a través de acciones u opciones sobre acciones y la contabilización de esos sistemas;
- Consagración, como norma de derecho comunitario, de la responsabilidad colectiva de los miembros de los órganos colegiados por las informaciones de carácter financiero y no financiero proporcionadas por las sociedades;
- Creación de un régimen jurídico integrado que permita un efectivo ejercicio de los derechos del accionista a la información, comunicación y participación en las decisiones de la sociedad a nivel transfronterizo, haciendo uso, cuando sea posible, de las modernas tecnologías;
- Constitución, a nivel de la UE, de una estructura permanente de coordinación de los esfuerzos de los Estados miembros para la regulación del gobierno corporativo;
- Simplificación de la Segunda Directiva, relativa a la formación y mantenimiento del capital social; y
- Ofrecimiento de mecanismos eficientes de reestructuración transfronteriza y movilidad de las empresas, en particular a través de la adopción de las propuestas para la Décima Directiva sobre fusiones transfronterizas y para la Decimocuarta Directiva sobre alteración de la sede social.

En el medio plazo:

- Exigir que los Estados miembros establezcan sistemas de registro electrónicos para sociedades cotizadas;
- Introducción de un régimen marco en la UE relativo a un derecho especial de investigación de los socios minoritarios;
- Introducción de un régimen marco de la UE relativo a la gestión negligente desarrollada por administradores y administradores ocultos (o «en la sombra»);

- Revisar la viabilidad del establecimiento, como sanción por prácticas ilícitas de los administradores, de la inhabilitación para ejercer como administrador en la UE;
 - Revisar la posibilidad de introducir una alternativa a las reglas de formación y mantenimiento del capital social que derivan de la Segunda Directiva;
 - Crear una norma marco relativa a grupos de sociedades que permita, al nivel de las filiales, la adopción de políticas coordinadas de grupo, con la debida protección de los acreedores y accionistas;
 - Prohibición de admisión a negociación en bolsa de las acciones de las sociedades de mera tenencia cuyo patrimonio único o principal consista en participaciones en otras sociedades cotizadas, como forma de restringir la utilización de estructuras piramidales, excepto en caso de especial justificación económica;
 - Simplificación de las Directivas Tercera y Sexta ¹⁸ para la eliminación de las formalidades superfluas;
 - Introducción de derechos de exclusión, amortización o compra-venta compulsiva de acciones en los casos de adquisición de participaciones claramente dominantes (entre 90% y 95%); y
 - Estudio de viabilidad sobre la introducción de la Sociedad Limitada Europea.
- A largo plazo:
- Analizar la necesidad de crear otras formas de organización empresarial europeas; y
 - Establecer deberes de información para todas las entidades que gocen de beneficios de la responsabilidad limitada.

¹⁸ Directiva 82/891, de 17 de diciembre, basada en el art. 54.3.g) del Tratado, sobre escisiones de sociedades (*DOCEL* 378, de 31 de diciembre de 1982).