

LA SOCIEDAD COTIZADA*

LUIS DE CARLOS BERTRÁN

Abogado*

La sociedad cotizada²

El artículo comienza exponiendo la relevancia que tienen las sociedades cotizadas en la economía española. A continuación, se ofrece una visión general del desarrollo legislativo y de la regulación vigente de la sociedad cotizada, y se detiene en los principales cambios operados en la Ley de Sociedades de Capital por la reciente Ley 31/2014 y el nuevo Código de Buen Gobierno. Por último, y para concluir, se refiere a algunas cuestiones pendientes de la normativa sobre las sociedades cotizadas.

PALABRAS CLAVE

Sociedad cotizada, Gobierno corporativo, Ley de Mercado de Valores, Ley de Sociedades de Capital, Código de Buen Gobierno, Información, Transparencia.

The Listed Company

The article begins with an analysis of the significance of listed companies in the Spanish economy. This is followed by a general overview of the legislative and regulatory developments for listed companies, with a focus on the main changes introduced by the Companies Law and, more recently, by Law 31/2014 and by the new Code of Good Governance. To conclude, the article mentions certain pending issues in the regulations on listed companies.

KEY WORDS

Listed Company, Corporate Governance, Securities Market Law, Companies Law, Code of Good Governance, Information, Transparency.

Fecha de recepción: 15-1-2015

Fecha de aceptación: 30-1-2015

Excelentísimo señor presidente del seminario de Derecho mercantil, don Aurelio Menéndez, señora doctora coordinadora, doña Juana Pulgar, señores académicos, queridos amigos y compañeros, señoras y señores.

Es para mí un privilegio estar de nuevo en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, de la que tengo el honor de ser académico correspondiente, para impartir una ponencia sobre las sociedades cotizadas.

Como imaginarán, supone para mí un reto muy especial hablar ante ustedes sobre las sociedades cotizadas, ya que:

(i) En el año 2001, el profesor Sánchez Calero pronunció un histórico discurso en su acto de recepción como académico de número cuyo título era «La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades»¹, por lo que abordar un tema tratado con tanta brillantez no es tarea sencilla.

(ii) Además, el discurso del profesor Sánchez Calero fue contestado por don Aurelio Menéndez, maestro del Derecho mercantil, académico de número de esta Real Academia y socio fundador del bufete al que he dedicado y dedico mi vida profesional, lo que lo hace todavía más especial.

Quiero agradecer públicamente a don Aurelio todo lo que he aprendido de él durante estos años, tanto en el ejercicio diario de la abogacía como en mi faceta académica, pues entre otras muchas cosas, fue director de mi tesis doctoral. Muchas gracias, don Aurelio.

Asimismo, agradezco a la profesora Juana Pulgar, coordinadora del Seminario de Derecho Mercantil, la invitación a participar en el seminario y sus elogiosas palabras de presentación.

(iii) Y esta ponencia es también muy especial para mí porque la sociedad cotizada es el eje sobre el que gira mi actividad profesional y académica.

La sociedad cotizada ha estado presente con mayor o menor intensidad en la mayoría de mis trabajos, desde el primer libro sobre el Derecho del Mercado Financiero que escribí junto con mi maestro, Juan Fernández-Armesto, allá por el año 92, hasta el último capítulo que he escrito recientemente para una obra colectiva. Además, he sido profesor de

* Texto de la conferencia pronunciada el día 24 de febrero de 2015 en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación en el marco del seminario de Derecho Mercantil dirigido por don Aurelio Menéndez. Quiero agradecer expresamente a Martín Jordano Luna su inestimable colaboración en la preparación de la conferencia. Del Área de Derecho Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).

¹ SÁNCHEZ CALERO, Fernando: *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, Madrid: Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, 2001.

Derecho del Sistema Financiero en ICADE durante muchos años.

Por todo ello, comprenderán la ilusión y el desafío que supone para mí abordar el tema de las sociedades cotizadas.

Una vez hecha esta breve introducción, me permito esbozar ahora las líneas principales que va a seguir mi ponencia.

Comenzaré exponiendo una serie de datos que demuestran la relevancia que las sociedades cotizadas tienen en la economía española.

A continuación, recordaré brevemente las tesis principales del histórico discurso del profesor Sánchez Calero y el contexto histórico y normativo en el que se inscribía, así como el desarrollo posterior de la legislación española en la materia.

Seguidamente, expondré una visión general de la regulación de la sociedad cotizada, y me detendré en los principales cambios operados en la *Ley de Sociedades de Capital* por la reciente *Ley 31/2014* y el nuevo Código de Buen Gobierno que ha sido presentado públicamente en el día de hoy, por lo que el tema no puede ser de mayor actualidad.

Por último, y para concluir, me referiré a algunas cuestiones pendientes de la regulación de las sociedades cotizadas.

1 · RELEVANCIA DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

El panorama de las sociedades cotizadas en España se ha transformado radicalmente en los últimos 27 años. Si leemos un boletín de cotización del año 88 y lo comparamos con uno actual veremos cuánto ha cambiado la composición de nuestra Bolsa de Valores, lo que es fiel reflejo del proceso de modernización, crecimiento e internacionalización de las empresas españolas. Baste señalar que 24 de las 35 empresas que forman actualmente el IBEX son empresas que han sido admitidas a cotización con posterioridad a dicho año, y las otras 11 han sufrido un importante proceso de transformación.

También ha cambiado radicalmente su valor. La capitalización de la Bolsa española en el año 1988 era equivalente a unos 62.000 millones de euros, mientras que a finales del pasado mes de enero ascendía a más de un billón de euros. Es decir, el valor de las empresas españolas cotizadas se ha multiplicado más de 17 veces.

Sin duda, uno de los factores que más ha influido en esa evolución fue la promulgación hace casi 27 años de la *Ley del Mercado de Valores*, que permitió la modernización de nuestros mercados y que, atendiendo a los datos, puede calificarse como un auténtico éxito.

En la actualidad, cotizan en el Mercado Continuo 130 sociedades que concentran el 40% del valor de las empresas españolas² y dan empleo a un millón seiscientos mil personas.

Durante el 2014 se negociaron en las Bolsas de Valores españolas más de 884.000 millones de euros y se canalizaron más de 36.000 millones de euros del ahorro privado a las sociedades cotizadas a través de ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta y suscripción.

Se dice pronto, pero estos datos sitúan a la Bolsa española como la primera de Europa y la octava del mundo en financiación a empresas. Esta tendencia se ha visto reforzada en las primeras semanas del año 2015, en las que se han llevado a cabo dos operaciones de extraordinaria envergadura: la ampliación de capital del Banco Santander y la salida a Bolsa de Aena, que en conjunto han captado más de 11.000 millones de euros.

Además, en el año 2014 la Bolsa española se ha situado a la cabeza mundial en rentabilidad; han sido más de 43.200 millones de euros los distribuidos en el año 2014 por las sociedades cotizadas españolas a sus accionistas³.

2 · LAS TESIS DEL PROFESOR SÁNCHEZ CALERO

Los datos que acabo de exponer sobre las sociedades cotizadas en España son suficientemente ilustrativos de su relevancia y de la necesidad de su adecuada regulación.

Inspirada en su denominación anglosajona, la sociedad cotizada ha sido a menudo definida como sociedad pública (*Public Company*), no en el sentido de ser una sociedad controlada por el Estado, sino en el sentido de ser una sociedad abierta al público en general en la que invierten sus ahorros millones de personas. Este carácter de sociedad pública es

² Datos de las estadísticas de Bolsas y Mercados Españoles.

³ Datos del Informe de Mercado 2014 de Bolsas y Mercados Españoles. Resumen del año. Disponible en <http://www.bolsas-ymercados.es/>.

fundamental para entender su marco normativo, en el que conviven normas jurídico-públicas y jurídico-privadas, y que fue objeto del discurso del profesor Sánchez Calero al que me he referido con anterioridad. Sin embargo, para comprender adecuadamente sus tesis en relación con la regulación de la sociedad cotizada, es preciso realizar antes una breve reflexión histórica.

En 1992, a raíz del informe Cadbury, se publicó en Reino Unido el *UK Corporate Governance Code*, que fue el primer código de buen gobierno tal y como lo entendemos en la actualidad.

El *Code* estableció un conjunto de recomendaciones cuyo cumplimiento determinaba la presunción de que una sociedad pública estaba «bien gobernada».

Esas recomendaciones no eran — ni lo son ahora— de obligado cumplimiento. No obstante, en caso de no cumplirlas, las sociedades debían explicar al mercado la razón de ese incumplimiento. Este es el llamado principio de «*comply or explain*».

De este modo, si los inversores no están de acuerdo con cómo se gobierna o dirige una sociedad, tienen dos opciones: o bien interceder para que la sociedad cumpla esas recomendaciones que ellos estiman necesarias, o bien «votar con los pies» vendiendo sus acciones en el mercado y castigando el valor de la empresa.

El primer reflejo de este sistema en España llegó en 1997. Bajo el impulso del entonces presidente de la CNMV, Juan Fernández-Armesto, el Consejo de Ministros nombró una Comisión Especial encargada de redactar un *Informe sobre la problemática de los Consejos de Administración de las sociedades que apelan a los mercados financieros* y la elaboración de un código ético.

Fruto de esos trabajos es el primer Código de buen gobierno español de 1998, conocido como *Código Olivencia*, por referencia al ilustre profesor y miembro de esta Real Academia que presidió esa comisión. Este Código siguió la línea marcada por el *Code* de recomendaciones de buen gobierno, si bien las sociedades no estaban obligadas a cumplir con el principio de «*comply or explain*».

Junto con el *Código Olivencia* convivían dos tipos de normas positivas aplicables a las sociedades cotizadas. Por un lado, las normas de derecho privado aplicables a las sociedades anónimas en general, principalmente contenidas en la *Ley de Sociedades Anónimas*, y, por otro lado, normas de derecho público, contenidas en la *Ley del Mercado de Valores* y sus innumerables disposiciones de desarrollo.

En este marco normativo e histórico, el profesor Sánchez Calero abogaba esencialmente por dos cosas:

(i) La primera, que debía desarrollarse una regulación societaria específica para la sociedad cotizada en la *Ley de Sociedades Anónimas*, ya que la sociedad cotizada es un subtipo de sociedad anónima.

(ii) Y la segunda, que, si bien el ejercicio realizado por el *Código Olivencia* había sido encomiable, era aconsejable plasmar en normas positivas algunas recomendaciones del Código que fueran merecedoras de ello.

3 · EVOLUCIÓN DE LA REGULACIÓN

Pues bien, el paso de los años ha hecho que las tesis del profesor Sánchez Calero se fueran plasmando en el ordenamiento español, en la mayoría de las ocasiones como reacción a escándalos o crisis financieras.

A comienzos del siglo XXI, grandes escándalos contables y financieros, como los de Enron en Estados Unidos y los de Ahold y Parmalat en Europa, motivaron cambios normativos por todo el mundo.

En Estados Unidos, se promulgó en el 2002 la importantísima *Sarbanes-Oxley Act*, en la que se inspiró nuestra *Ley 44/2002, de 22 de noviembre*, que obligó a que los emisores de valores en mercados secundarios oficiales contaran con un comité de auditoría, lo que por cierto supuso la primera positivación de recomendaciones del *Código Olivencia*.

Como parte de este movimiento, se constituyó en 2003 una nueva Comisión Especial que produjo el *Informe Aldama*.

Si el *Código Olivencia* estuvo esencialmente centrado en el Consejo de Administración de la sociedad cotizada, el *Informe Aldama* pretendía establecer «*criterios y pautas con vistas a aumentar la transparencia y la seguridad de los mercados*».

Como consecuencia de ello, se aprobó la *Ley 26/2003*, por la que se modificaban la *Ley del Mercado de Valores* y la *Ley de Sociedades Anónimas*. Esta norma, comúnmente conocida como *Ley de Transparencia*, pretendió reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas a través de la información que estas tenían la obligación de proporcionar al mercado, incluyendo la obligación de explicar al mercado el seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo.

La *Ley de Transparencia* introdujo en la *Ley del Mercado de Valores* un nuevo título dedicado íntegramente a las sociedades cotizadas, en el que se mezclaban normas netamente societarias con normas relativas al Mercado de Valores.

Asimismo, incluyó referencias a la sociedad cotizada dentro de la *Ley de Sociedades Anónimas*, entremezclándose las normas aplicables a las cotizadas y a las sociedades anónimas en general.

Tras un tiempo de relativa calma legislativa en este ámbito, se produjo en el año 2006 un nuevo movimiento, esta vez en el plano de los códigos de buen gobierno.

En ese año se publicó el *Código unificado de buen gobierno*, también llamado *Código Conthe* por referencia al presidente de la CNMV que presidió el grupo de trabajo que lo elaboró. El *Código Conthe* refundió en un mismo documento las recomendaciones del *Código Olivencia* y del *Informe Aldama*, e introdujo una serie de recomendaciones adicionales de la Comisión Europea en materia de remuneración de consejeros y del papel de los consejeros no ejecutivos, y otras recomendaciones procedentes de los principios de buen gobierno corporativo de la OCDE.

Así las cosas, en septiembre de 2008 se produjo la quiebra de Lehman Brothers y comenzó la Gran Recesión.

En este sentido, en abril de 2013 tuve la ocasión de dictar ante esta Real Academia una conferencia que denominé «La respuesta del ordenamiento jurídico a la crisis del sistema financiero», en la que desgrané cómo el Derecho ha contribuido a la resolución de la grave crisis financiera que hemos vivido. Como mencioné, Europa y España tardaron mucho más en reaccionar que los Estados Unidos, y también en materia de gobierno de las sociedades cotizadas los cambios no comenzaron en España hasta 2010.

Como se indica en el preámbulo del *Código del buen gobierno* presentado hoy:

«En los últimos años hemos asistido a una proliferación de iniciativas relacionadas con las buenas prácticas en materia de gobierno corporativo, cuya intensidad se ha multiplicado a partir del inicio de la crisis financiera internacional, por el convencimiento generalizado de la importancia de que las sociedades cotizadas sean gestionadas de manera adecuada y transparente como factor esencial para la generación de valor en las empresas, la mejora de la eficiencia económica y el refuerzo de la confianza de los inversores».

Así, entre 2010 y 2011 se aprobaron varias normas que afectaban a las sociedades cotizadas.

Estas son: (i) la *Ley de Sociedades de Capital*, en la que se introdujo la regulación más estrictamente societaria de la sociedad cotizada hasta ese momento existente en la *Ley del Mercado de Valores*; (ii) la *Ley de Economía Sostenible*, de marzo de 2011; (iii) el *Texto Refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas*, de julio de 2011; y (iv) la *Ley de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital*, de agosto de 2011, mediante la que se incorporó al Derecho español la *Directiva sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas*.

Esta última norma fue muy relevante, ya que reforzó de forma notable el régimen de la Junta General de las sociedades cotizadas y los derechos de los accionistas.

Más tarde, en el año 2013 y pasados siete años desde el *Código Conthe*, el Gobierno creó una nueva Comisión de Expertos a la que encomendó la elaboración de un estudio analítico del buen gobierno de las sociedades en España y la propuesta de cuantas medidas permitieran mejorar la eficacia y responsabilidad en la gestión de las sociedades españolas. Todo ello, con el objetivo de alcanzar el más alto nivel de cumplimiento de los criterios y principios internacionales de buen gobierno.

La Comisión de Expertos, en atención al mandato recibido, inició su trabajo distinguiendo las mejoras de gobierno corporativo que debían ser incorporadas a normas legales de aquellas otras que debían mantenerse como recomendaciones de buen gobierno sujetas al principio de «*comply or explain*».

Tras cuatro meses de trabajo, la Comisión de Expertos publicó el *Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas en materia de Gobierno Corporativo*, que contenía una serie de sugerencias de modificación de la normativa societaria española, proceso que culminó con la aprobación de la *Ley 31/2014, de 3 de diciembre*.

La *Ley 31/2014* ha incidido en dos grandes bloques normativos: (i) la regulación de la Junta General y los derechos de los accionistas; y (ii) la normativa del Consejo de Administración, el estatuto de los administradores, sus deberes y su régimen de responsabilidad, la organización y funcionamiento del Consejo, la remuneración de sus miembros y las comisiones integradas en este.

Asimismo y con el apoyo de la Comisión de Expertos, la CNMV ha aprobado un nuevo Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

Con el paso de los años, como se ha podido observar, la regulación del gobierno corporativo en España se ha ido plasmando en normas positivas. Por ello, cabe afirmar que la Gran Recesión y la respuesta dada por el ordenamiento a ella ha ido decantando la balanza en favor de las tesis del profesor Sánchez Calero.

4 · REGULACIÓN ACTUAL DE LA SOCIEDAD COTIZADA

4.1. Normas de derecho público

Sin embargo, como ya he señalado, el marco jurídico de las sociedades cotizadas, que son aquellas sociedades anónimas cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores, según establece el artículo 495 de la *Ley de Sociedades de Capital*, no solo está compuesto por normas de derecho societario, como las que resultan de la *Ley 31/2014*, sino también por normas de derecho público, contenidas principalmente en la *Ley del Mercado de Valores* y sus disposiciones de desarrollo. Por ello, antes de abordar aquellas me referiré primero a estas.

Las primeras normas de derecho público que se aplican a la sociedad cotizada son lógicamente las relativas a la admisión a negociación de sus acciones.

El primer requisito es el de la idoneidad del emisor. El emisor debe ser una sociedad anónima o, si es extranjera, una sociedad con características similares, como, por ejemplo, una PLC británica, válidamente constituida y que opere de conformidad con su escritura de constitución y sus estatutos sociales o los documentos extranjeros correspondientes.

Además, la norma exige que las acciones estén representadas por medio de anotaciones en cuenta y sean libremente transmisibles.

También se requiere un mínimo de 6 millones de euros de capitalización esperada, así como una distribución suficiente del valor. Este principio consiste en que al menos el 25% de las acciones de las que se solicita la admisión a negociación tienen que estar repartidas entre el público, aunque este porcentaje puede ser menor en ciertos casos.

Para lograr esta distribución suficiente es habitual que, con carácter previo a la admisión a cotización,

se produzca una oferta pública de suscripción o de venta de valores, según se ofrezcan acciones de nueva emisión o en circulación, como acabamos de ver en el exitoso caso de AENA. La oferta al público de valores está sometida a la verificación de la documentación correspondiente por la CNMV, especialmente del folleto informativo y de las cuentas auditadas del emisor.

A mi juicio, con buen criterio ya no se requiere que la sociedad haya obtenido beneficios en los últimos ejercicios para salir a Bolsa, tal y como establecía el antiguo Reglamento de Bolsas. Esta restricción impedía que sociedades de nueva constitución o con proyectos de inversión a largo plazo, pero que pudieran generar pérdidas a corto, salieran a cotizar. Lo importante ahora es que los inversores conozcan la información financiera y puedan valorar la compañía y decidir si quieren asumir el riesgo de invertir en ella.

Una vez que la sociedad ha sido admitida a cotización, previa verificación de la CNMV y acuerdo de la sociedad rectora del mercado, comienzan a aplicarse multitud de normas de derecho público, cuya finalidad es asegurar la transparencia de los mercados y la libre formación de los precios.

Debido a que quienes están en mejor posición para acceder y hacer uso de información privilegiada son la propia sociedad y sus administradores y empleados, el ordenamiento extrema las cautelas. Por poner un ejemplo, una sociedad cotizada no puede realizar operaciones con autocartera en los días anteriores a la publicación de resultados o a la comunicación de una operación corporativa relevante.

Igualmente, si la sociedad realiza compras o ventas de acciones propias en ciertos volúmenes, la cotización de la acción se puede ver alterada, de ahí que las normas de abuso de mercado (incluido el Código Penal) prevean sanciones muy graves en los casos de operación fraudulenta con autocartera tendente a falsear el precio de la acción.

En el mismo sentido, la norma obliga a las sociedades públicas a aprobar un Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores de obligado cumplimiento y conocimiento para todos aquellos que tienen acceso a información privilegiada.

En otro orden de cosas, la transparencia de los mercados es esencial para que los mercados de valores sean eficientes, de ahí que el ordenamiento prevea obligaciones de información muy relevantes.

Así, la sociedad tiene que comunicar al mercado toda adquisición o venta de acciones propias que

traspase el umbral del 1% y sus múltiplos. Sin embargo, esta regla se refuerza para el caso de los consejeros y altos directivos, quienes deben informar al mercado de cada compra y venta que realicen.

Asimismo, la norma prevé con carácter general la obligación de que los accionistas que posean una participación igual o superior al 3% del capital informen al mercado. Además, cada vez que traspasen ciertos umbrales, deberán informar de nuevo, para que el mercado se pueda hacer una idea del grado de participación de los principales accionistas en la sociedad.

Las sociedades cotizadas también deben hacer pública y difundir su información financiera con carácter periódico; en concreto, cada trimestre, siendo especialmente relevante la información correspondiente al primer semestre y, por supuesto, la información financiera anual.

Ya para terminar en materia de transparencia, la norma establece la obligación de la sociedad cotizada de comunicar puntualmente al mercado, mediante los conocidos hechos relevantes, cualquier circunstancia que pueda afectar objetivamente a la cotización de la acción.

Siguiendo con las normas de derecho público, es particularmente significativo el régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (opas), que he tenido ocasión de estudiar en varios de mis trabajos, y cuya finalidad es facilitar a los accionistas minoritarios una suerte de derecho de separación en caso de cambio de control de una sociedad cotizada.

Se entiende que se adquiere el control cuando se alcanza el 30% o más de los derechos de voto de una cotizada o cuando se nombra a más de la mitad de los miembros del Consejo. En este caso, se debe formular una opa a precio equitativo por el 100% del capital social.

También hay obligación de formular una opa a precio equitativo cuando se pretenda excluir de negociación a una sociedad.

Además de opas obligatorias, el ordenamiento prevé la posibilidad de formular opas voluntarias. Las principales diferencias con las opas obligatorias son que:

- (i) se pueden formular, en principio, en cualquier momento;
- (ii) no hace falta que se formulen a precio equitativo; y
- (iii) pueden someterse a condición.

4.2. Normas de derecho privado

Expuesto someramente el régimen de derecho público aplicable a las sociedades cotizadas, expondré las principales normas de derecho privado aplicables a ellas.

Como he dicho antes, la entrada en vigor de la *Ley de Sociedades de Capital* supuso el reconocimiento de la tesis de Sánchez Calero de que debía crearse una sección para las sociedades cotizadas en la norma societaria. Esto implica que el legislador ha caracterizado definitivamente a la sociedad cotizada como un subtipo de sociedad anónima, en lugar de como un tipo social *sui generis*.

Como consecuencia de ser un subtipo de sociedad anónima, las sociedades cotizadas se rigen por las disposiciones de la *Ley de Sociedades de Capital* aplicables a las anónimas, y por las especialidades que se establecen únicamente para ellas con la finalidad de reforzar los derechos de los socios, el gobierno corporativo y la transparencia de las sociedades cotizadas.

Con carácter general, cuando la norma de sociedades anónimas establece un 5% para el ejercicio de determinados derechos de la minoría, para las sociedades cotizadas ese porcentaje se reduce al 3%. Además, en lo que se refiere a impugnación de acuerdos sociales, la norma general establece que para estar legitimado se tiene que tener al menos un 1% del capital, mientras que la norma especial dispone solo el 1‰. Sin embargo, para darles mayor certeza y reforzar la seguridad jurídica, la acción de impugnación de acuerdos sociales, salvo para los que sean contrarios al orden público, caduca a los tres meses, en lugar del año aplicable con carácter general.

Por otro lado, también se establecen especialidades referidas a las acciones y obligaciones. Algunos ejemplos son: (i) solo las sociedades cotizadas pueden emitir acciones rescatables, (ii) existen ciertas especialidades en las acciones preferentes y sin voto emitidas por las cotizadas, (iii) hay normas específicas para el usufructo de acciones de sociedades cotizadas, (iv) el límite para la compra de acciones propias es el 10% del capital y (v) el límite legal máximo para la emisión de obligaciones no es de aplicación a las sociedades anónimas cotizadas.

Asimismo, la *Ley de Sociedades de Capital* establece que las entidades encargadas de los registros contables tienen la obligación de comunicar a las sociedades emisoras, en cualquier momento que lo soliciten, los datos necesarios para la identificación de sus accionistas.

A este respecto y con el ánimo de fomentar la involucración de los accionistas en la vida social (sobre todo, los minoritarios) y que puedan reunirse para ejercer sus derechos, la Ley 31/2014 ha previsto que las asociaciones de accionistas que aglutinen al menos un 1% del capital, o accionistas que individual o conjuntamente tengan al menos un 3% del capital, puedan también solicitar esa información.

Igualmente, y por las características propias de la sociedad cotizada, se flexibilizan las normas relativas al derecho de suscripción preferente y a su exclusión.

Los derechos de suscripción preferente deben cotizar durante al menos quince días. En cuanto a su exclusión, se pueden diferenciar dos regímenes: el general y el especial.

El general remite a la normativa de la exclusión del derecho de preferencia, especificando que el valor razonable de las acciones se entenderá que es, salvo prueba en contrario, el valor de cotización. El especial permite que las cotizadas puedan emitir acciones a un precio inferior al valor razonable, siempre que se cumplan ciertos requisitos formales y que el precio sea mayor que el valor neto patrimonial.

4.2.1. Junta General

En lo que se refiere a la Junta General, podemos decir que hasta hace no mucho había sido la gran olvidada de las normas de gobierno corporativo.

La razón podría ser que, de alguna manera, se había tirado la toalla. Se había asumido quizás que los accionistas minoritarios no tenían ninguna intención de participar en la vida social y que el foco principal de los problemas de gobierno corporativo provenía de los órganos de administración. Sin embargo, las nuevas tecnologías abren la posibilidad de nuevos cauces de información y participación. Por ello, de un tiempo a esta parte uno de los objetivos de la legislación y de la Comisión de Expertos ha sido potenciar la Junta General.

Para empezar, se reserva a la competencia de la Junta General la aprobación de las operaciones que impliquen la transferencia a entidades dependientes de actividades esenciales desarrolladas hasta ese momento por la propia sociedad, aquellas otras cuyo efecto sea equivalente a la liquidación y la aprobación de la política de remuneraciones de los consejeros.

Asimismo, se han introducido en el régimen general dos novedades de enorme relevancia: (i) la com-

petencia indelegable de la Junta sobre disposición de activos esenciales, presumiéndose que un activo es esencial si el volumen de la operación es igual o superior al 25% del activo social, y (ii) la posibilidad, salvo disposición contraria de los Estatutos, de que el órgano de administración reciba instrucciones de la Junta General en materia de gestión.

La reserva de competencias a la Junta de las transacciones que afecten a activos esenciales es objetable por su generalidad. Tiene sentido en las sociedades cotizadas y así fue como lo propuso la Comisión de Expertos, seguramente inspirada en una regla similar de las *listing rules* británicas. No obstante, la ley ha extendido la reserva a todo tipo de sociedades, lo que a buen seguro va a provocar problemas y muchas sociedades tendrán que convocar Junta para aprobar un buen número de operaciones. Con todo, la regla del 25% es presuntiva y la esencialidad del activo puede ser rebatida.

Además, se plantean dudas de interpretación de la regla. ¿Cómo se calcula el 25% de los activos en los grupos de sociedades, sobre la base del balance individual o del consolidado? La ley no lo aclara (simplemente se refiere al último balance aprobado). A mi juicio, en los grupos debe optarse por el consolidado. Es la interpretación más conforme con la finalidad de la norma.

Otra cuestión que puede plantearse es la siguiente: si el valor en libros de un activo que se vende es inferior al 25% pero se transmite con una gran plusvalía a un precio superior al 25% del valor del activo total, ¿es necesaria autorización de la Junta? En principio creo que la respuesta es afirmativa. Sin embargo, esta respuesta afirmativa llevaría a responder negativamente a la siguiente pregunta: si el valor en los libros del activo que se vende es del 40% pero el precio de venta es solo de un 20%, ¿hace falta acuerdo de la Junta? Parecería que no, pero es absurdo. En mi opinión, es más necesaria la autorización de la Junta en este caso por haber una minusvalía importante. A mi juicio, lo que tendría sentido es que la Junta de las sociedades cotizadas se pronunciara sobre la venta de activos que representen más del 25% del balance consolidado (no menos), y ello con independencia del precio de la transacción.

Por el contrario, la posibilidad de que la Junta instruya al Consejo probablemente tiene sentido en las sociedades cerradas. No obstante, lo tiene menos en las sociedades cotizadas, caracterizadas por una mayor especialización de las funciones gerenciales. En ellas, la regla general debería ser la contraria,

dejando siempre a salvo la posibilidad de que los estatutos pudiesen establecer otra solución, como ocurre en el Derecho inglés. Facultar a la minoría para proponer acuerdos de gestión con carácter general puede ser utilizado de manera oportunista, con fines poco confesables.

En lo que se refiere a la convocatoria de la Junta, en las sociedades cotizadas se tiene que publicar en la página web de la sociedad, en el *BORME* o en un periódico de gran circulación en el ámbito nacional, y en la página web de la CNMV, de forma que su difusión sea lo más amplia posible.

Los accionistas que representen al menos el 3% del capital pueden solicitar, en los cinco días siguientes a la publicación de la convocatoria de la Junta General Ordinaria, que se publique un complemento que incluya uno o más puntos en el orden del día. Este derecho no cabe respecto a la convocatoria de juntas generales extraordinarias. También pueden presentar propuestas de acuerdo sobre asuntos ya incluidos o que deban incluirse en el orden del día de la Junta convocada. Este último derecho la ley no lo limita, como en el caso anterior, a la Junta Ordinaria, por lo que también debería caber su ejercicio en la Junta Extraordinaria.

Cuando la sociedad ofrezca a los accionistas la posibilidad efectiva de votar por medios electrónicos accesibles a todos ellos, y así haya sido autorizado por la Junta Ordinaria, las Juntas Generales Extraordinarias podrán ser convocadas con una antelación de quince días, aunque es una posibilidad que no me consta que haya sido utilizada hasta la fecha.

No solo en la forma de la convocatoria, sino también en el contenido, la norma para las sociedades cotizadas es más exigente que para el resto de sociedades de capital, ya que es obligatorio poner a disposición de los accionistas muchísima más información.

En cuanto a la participación en la Junta, creo que merece la pena destacar al menos las siguientes particularidades:

- (i) se ha introducido la prohibición de que los Estatutos exijan más de mil acciones para poder acudir a la Junta General;
- (ii) no se puede limitar el derecho del accionista a hacerse representar en la Junta por cualquier persona;
- (iii) el representante debe informar al accionista antes del nombramiento si existe conflicto de interés o informarle en cuanto surja;

(iv) el Reglamento de la Junta puede regular el ejercicio a distancia del derecho de voto, incluyendo:

- la retransmisión en tiempo real de la Junta General;

- la comunicación bidireccional en tiempo real para que los accionistas puedan dirigirse a la Junta General desde un lugar distinto al de su celebración; y

- un mecanismo para ejercer el voto antes o durante la Junta sin necesidad de nombrar a un representante que esté físicamente en la Junta.

(v) asimismo, se permite el fraccionamiento del voto de los depositarios que aparezcan legitimados como accionistas en virtud del registro contable, pero que actúen por cuenta de diversas personas; y

(vi) el administrador que ha realizado la solicitud pública de representación podrá ejercer los derechos de voto de las representaciones que se le hayan otorgado aun estando conflictuado, siempre y cuando las instrucciones de voto sean precisas.

Tras varios bandazos normativos, la *Ley de Sociedades de Capital* permite que los Estatutos limiten el número máximo de derechos de voto que puede emitir un mismo accionista, limitación que solo quedará sin efecto en caso de opa, cuando el oferente alcance el 70% o más del capital social. Asimismo, la *Ley 3/2014* ha reforzado, con carácter general, la votación individualizada de los acuerdos y la prohibición de voto en ciertas situaciones de conflicto de interés.

Pasando al derecho de información del accionista, existen las siguientes particularidades para las sociedades cotizadas:

- (i) se amplía el plazo de ejercicio hasta los cinco días antes de la Junta;

- (ii) se extiende el ámbito objetivo del derecho de acceso a la información que la sociedad haya comunicado a la CNMV y el informe del auditor; y

- (iii) se establece que las contestaciones de la sociedad a los accionistas en ejercicio del derecho de información se incorporen a la página web de la sociedad.

Si la sociedad no contesta al socio que ha ejercido su derecho de información antes de la Junta, el acuerdo es impugnabile cuando la información no

facilitada fuera esencial para que ese socio formase su voluntad de voto. En todos los demás casos, los acuerdos sociales no son impugnables, aunque habrá, en su caso, derecho a la indemnización de los daños y perjuicios causados.

Asimismo, en materia de organización interna, es obligatorio que la Junta General apruebe su Reglamento de funcionamiento, que este se publique en la página web corporativa, se inscriba en el Registro Mercantil y se incorpore a la web de la CNMV.

Por último, la *Ley de Sociedades de Capital* establece que los socios están obligados a informar al mercado sobre los principales términos de los pactos parasociales que impliquen votar en un determinado sentido en la Junta General o que impliquen restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones.

4.2.2. Consejo de Administración

Por lo que respecta a las especialidades de la administración de las sociedades cotizadas, en primer lugar se establece la obligación expresa de que el Consejo de Administración sea el modo de administración de esas sociedades.

Los consejeros se dividen entre ejecutivos, dominicales, independientes y otros externos, siendo la regulación de la *Ley de Sociedades de Capital* prácticamente coincidente con la ya contenida en la *Orden Ministerial 461/2013* en lo que se refiere a los criterios para que un consejero pueda ser calificado como independiente, limitándose a un período máximo de 12 años. Además, la composición debe tender a que sea diversa en género, experiencia y conocimientos.

Los consejeros deben asistir personalmente a las reuniones. Si no pueden, cabe la delegación en otro consejero, aunque los no ejecutivos solo podrán delegar su voto en otro no ejecutivo.

En cuanto a las competencias del Consejo, la *Ley 31/2014* ha introducido una lista bastante extensa de competencias indelegables de los Consejos de Administración, catálogo que es ampliado para las sociedades cotizadas.

Con respecto al presidente del Consejo, la norma permite la separación de cargos, en virtud de la cual los Estatutos podrán prohibir que el cargo de presidente y consejero delegado recaiga en la misma persona y que el presidente sea un consejero ejecutivo. Si no lo prohíben y efectivamente el presidente es también consejero ejecutivo, se establece la obliga-

ción de nombrar a un consejero coordinador entre los independientes para que ejerza de contrapeso a los poderes del presidente, y que estará especialmente facultado para solicitar la convocatoria del Consejo o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día, coordinar y reunir a los consejeros no ejecutivos y dirigir la evaluación del presidente.

También la regulación de las sociedades cotizadas contiene particularidades en relación con el nombramiento y reelección de consejeros, ya que, por ejemplo, los consejeros independientes tienen que ser nombrados a propuesta de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones y el resto de consejeros, previo informe de esta comisión. La duración del cargo no puede exceder de cuatro años. En caso de cooptación, el administrador designado no tendrá que ser necesariamente accionista y, de producirse la vacante una vez convocada la Junta General, podrá designarse hasta la siguiente junta.

En otro orden de cosas, han sido muy relevantes los cambios producidos por la *Ley 31/2014* en el régimen de las remuneraciones de los consejeros, especialmente los de las sociedades cotizadas. Estos cambios fueron explicados el pasado 10 de febrero en este ciclo de conferencias por el profesor Roncero Sánchez, por lo que no me detendré en ello.

Asimismo, en materia de organización interna, es obligatorio que el Consejo de Administración apruebe su Reglamento de funcionamiento, que este se publique en la página web corporativa, se inscriba en el Registro Mercantil y se incorpore a la web de la CNMV.

Por último, se establece la obligatoriedad de constituir al menos dos comisiones consultivas del Consejo: la Comisión de Auditoría — que lleva siendo obligatoria desde la *Ley 44/2002*— y la Comisión de Nombramientos y Retribuciones — cuya obligatoriedad constituye una novedad de la *Ley 31/2014*—, con la prohibición de que formen parte de ellas los consejeros ejecutivos, y que cuenta con otras particularidades, como la presidencia obligatoria de un consejero independiente.

El Consejo de Administración de una sociedad cotizada debe realizar una evaluación anual de su funcionamiento y el de sus comisiones y proponer un plan de acción que corrija las deficiencias detectadas.

Aunque es parte de la regulación general de las sociedades de capital, creo importante hacer una brevíssima mención al nuevo régimen de los deberes fiduciarios de los administradores introducido por la *Ley 31/2014*.

En primer lugar, se positiviza la «*business judgment rule*», en virtud de la cual, en el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio, el estándar de diligencia de un ordenado empresario se entenderá cumplido si el administrador en cuestión ha actuado (i) de buena fe, (ii) sin interés personal en el asunto objeto de decisión, (iii) con información suficiente y (iv) con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado.

En segundo lugar, se tipifican de forma precisa los deberes de diligencia y lealtad y los procedimientos que se deben seguir en caso de conflicto de intereses. A este respecto, se establece un catálogo de situaciones en las que se presume que un administrador se encuentra en conflicto de intereses y, por tanto, está obligado a abstenerse de realizarlas.

Las situaciones de conflicto de intereses recogidas en la norma son imperativas (en el sentido de que no se pueden limitar por estatutos), pero dispensables por la Junta General o por el Consejo de Administración, según los casos.

4.2.3. Especialidades relativas a la información societaria

Ya por terminar con la normativa aplicable, la *Ley de Sociedades de Capital*, en lo que parece más una norma relativa al mercado que societaria, obliga a las sociedades cotizadas a preparar con carácter anual un *Informe de gobierno corporativo* en el que se deberá ofrecer una explicación de la estructura del sistema de gobierno de la sociedad y de su funcionamiento en la práctica.

Asimismo, obliga a la elaboración y publicación con carácter anual de un *Informe sobre las remuneraciones de los consejeros*, que deberá ser sometido a votación consultiva por parte de la Junta General y, al menos cada tres años, la Junta General deberá aprobar una política de remuneraciones: esta medida tiene carácter prospectivo, mientras que aquel es retrospectivo.

4.3. El nuevo Código de buen gobierno

Junto con las propuestas de modificación normativa, la Comisión de Expertos recibió el mandato de elaborar un nuevo *Código de buen gobierno*, presentado oficialmente en el día de hoy.

Destaca la nueva estructura del Código, basada en principios generales y recomendaciones concretas que desarrollan esos principios. Sigue así nuestro

Código de buen gobierno la estela del *UK Corporate Governance Code* de septiembre de 2013.

Las recomendaciones del Código están destinadas al conjunto de las sociedades cotizadas, con independencia de su tamaño y nivel de capitalización, salvo aquellas recomendaciones en las que expresamente se indica que son de aplicación a las sociedades cotizadas de mayor capitalización. No obstante, los redactores del Código son conscientes de que algunas de sus recomendaciones pueden resultar poco apropiadas o excesivamente onerosas para las empresas de menor tamaño. Si ello ocurriera, dicen, bastará con que las sociedades afectadas expliquen debidamente las razones y las opciones elegidas: su libertad y autonomía de organización quedan plenamente salvaguardadas.

En cuanto a su contenido, se distingue de sus predecesores en que ya no trata muchas de las materias que antes se incluían en el código, consecuencia lógica de la positivización de recomendaciones realizada por la *Ley 31/2014*.

Los nuevos principios que introduce el Código — que son desarrollados a su vez por recomendaciones más concretas— se refieren a tres materias diferenciadas (aspectos generales, Junta General y Consejo de Administración):

(i) En cuanto a aspectos generales, destacaría un nuevo principio: que el Consejo de Administración no eleve a la Junta General una propuesta de delegación de facultades para emitir acciones o valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente por un importe superior al 20% del capital social en el momento de la delegación. Asimismo, las sociedades cotizadas deben contar con una política pública de comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto.

(ii) En lo que se refiere a la Junta General, señalaría: (a) la necesidad de que esta funcione bajo principios de transparencia y con información adecuada (estableciendo que es recomendable poner a disposición de los accionistas ciertos informes a los que no obliga la legislación mercantil); (b) la facilitación del ejercicio de los derechos de asistencia y participación en igualdad de condiciones; y (c) la recomendación de acordar y publicar una política transparente sobre las primas de asistencia.

(iii) Y finalmente, en materia de Consejo de Administración, resaltaría: (a) la recomendación

de que los consejeros independientes representen al menos la mitad de los consejeros (pudiendo reducirse a un tercio en sociedades de baja capitalización o cuando haya accionistas de control); (b) el objetivo de que en el año 2020 el número de consejeras represente el 30% de los miembros del Consejo; (c) la necesidad de que el Consejo se reúna con cierta periodicidad, estableciéndose un mínimo de ocho reuniones al año; (d) el reforzamiento de las facultades del consejero coordinador (e) o la separación de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones en dos comisiones distintas en las compañías más grandes.

En cuanto a otros aspectos positivos a destacar, creo que es un acierto la recomendación de que el presidente del Consejo de Administración informe durante la Junta a los accionistas, con suficiente detalle, de los aspectos más relevantes del gobierno corporativo de la sociedad y, en particular, de los cambios acaecidos desde la anterior Junta Ordinaria y de los motivos concretos por los que la compañía no sigue alguna de las recomendaciones del Código.

El *Código de buen gobierno* también es innovador en cuanto que introduce por primera vez recomendaciones en materia de responsabilidad social de la empresa.

Por último y siguiendo la estela de los códigos anteriores, el *Código de buen gobierno* dedica una especial atención a las remuneraciones de los miembros del Consejo y, en concreto, a las remuneraciones variables y mediante entrega de acciones o instrumentos vinculados a las acciones, como las *stock options*.

En particular, el *Código de buen gobierno* cree conveniente que los consejeros no ejecutivos queden excluidos, con carácter general, de las remuneraciones variables. Por su parte, la remuneración variable de los consejeros ejecutivos no debe basarse exclusivamente en criterios que guarden relación con la evolución del mercado, debiéndose incluir criterios vinculados a su rendimiento. Asimismo, la remuneración variable de los consejeros ejecutivos debe incluir un porcentaje en acciones (que a su vez estarían sujetas a un periodo de *lock-up*) e incorporar un elemento de diferimiento y de reembolso que permita comprobar el efectivo cumplimiento de los objetivos marcados. Finalmente, se recomienda que los pagos por resolución del contrato no superen dos anualidades y que no se abonen hasta que la sociedad haya podido comprobar que el consejero ha cumplido con los criterios de rendimiento establecidos.

5 · EL PROYECTADO CÓDIGO MERCANTIL

Realizada la exposición sobre el régimen legal de la sociedad cotizada, conviene ahora hacer una breve mención al *Anteproyecto de Ley del Código Mercantil*.

Tras muchos años de trabajo, en junio de 2013 se publicó la *Propuesta de Código Mercantil* y se inició el trámite de información pública del texto. Casi un año más tarde, en mayo de 2014, el Consejo de Ministros aprobó el *Anteproyecto de Ley del Código Mercantil*. Transcurridos casi ocho meses desde la aprobación del Anteproyecto, el texto todavía no ha llegado a las Cortes, aunque esperamos que cuando lo haga el texto sea consistente con el de la *Ley 31/2014*. En cualquier caso, como sabrán, el profesor Bercovitz realizará una ponencia a este respecto dentro de estos ciclos el próximo 24 de marzo, a la que me remito.

6 · RETOS DE LA REGULACIÓN

Como puede apreciarse, y sin perjuicio de algunas cuestiones interpretativas y de una poco cuidada redacción del derecho transitorio que está dando lugar a algunos problemas, la *Ley 31/2014* ha introducido importantes cambios en la regulación de las sociedades cotizadas que deben valorarse positivamente. Igualmente, el nuevo *Código de buen gobierno*, que tiene algunos defectos de redacción, es un buen complemento que intenta reforzar el principio de cumplir o explicar. En conjunto, si analizamos la evolución de la legislación española en materia de gobierno corporativo desde 1997, el cambio es realmente impresionante y debemos felicitarnos por ello.

Sin embargo, aún existen algunas materias sobre las que convendría reflexionar:

- (i) En primer lugar, acerca del régimen de los grupos de sociedades y, en especial, aquellos en los que la matriz y/o alguna de sus filiales es una sociedad cotizada. El *Código de buen gobierno* se refiere a ellos en su recomendación segunda, aconsejando que se definan las respectivas áreas de actividad y los mecanismos para resolver los eventuales conflictos de interés, pero habría que valorar si es conveniente positivizar estas recomendaciones e incorporar figuras como el *domination agreement* de la legislación alemana, que permite a la matriz tomar decisiones en la sociedad filial en interés del grupo, siempre y cuando

se obligue a compensarla por los eventuales daños y perjuicios que se le causen.

(ii) En segundo lugar, sobre la relación de los consejeros dominicales con su representado y, especialmente, en lo que se refiere al suministro de información entre ellos.

(iii) En tercer lugar, sobre las normas de conflicto en relación con la aplicación de la *Ley de Sociedades de Capital* en dos supuestos: (i) a una sociedad extranjera cuyas acciones están admitidas a negociación en mercados oficiales españoles, y (ii) a una sociedad española cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado extranjero.

(iv) Finalmente, sobre la existencia del derecho de separación en las sociedades cotizadas. Creo que no tiene sentido que en las sociedades públicas, que se caracterizan porque sus acciones son líquidas y pueden comprarse y venderse en el mercado, se otorgue a los accionistas un derecho de separación, por ejemplo, en fusiones nacionales donde hay un cambio de objeto social o en fusiones transfronterizas y, en cualquier caso, el precio de ejercicio del derecho debería computarse sobre la base de la cotización anterior al hecho relevante que anuncie la operación y no en el momento del acuerdo de la Junta General.

Al margen de estas cuestiones, creo que el gran reto del gobierno corporativo para los próximos años es el de la involucración de los accionistas minoritarios en la vida social. Este tipo de accionista sufre una «apatía racional» hacia las cuestiones relacionadas con la marcha de la sociedad, que deriva de la percepción de la irrelevancia de su voto en las decisiones sociales⁴.

Un primer paso ha sido el fomento de la participación de los accionistas a través de los foros y de las asociaciones, y la recomendación número 34 del *Código de buen gobierno* de otorgar por estatutos facultades al consejero coordinador para mantener contactos con inversores y accionistas para conocer sus puntos de vista y formarse una opinión sobre sus preocupaciones.

Sin embargo, creo esencial transmitir a los accionistas minoritarios la idea de que a través de su voto y con su involucración en las decisiones más relevantes pueden influir, o incluso definir, el devenir de la empresa.

A pesar de que están demostrados empíricamente los beneficios de la involucración para los accionistas, como recuerdan los profesores Kim y Schloetzer en un estudio publicado en octubre de 2013⁵ y el propio *Libro Verde del Gobierno Corporativo de la Unión Europea*⁶, lo cierto es que los accionistas siguen sin ser plenamente conscientes de que mediante la involucración tienen la oportunidad de contribuir con sus ideas al diseño e implementación de la estrategia de la sociedad.

Pero, para que esto sea posible, se necesita la colaboración de la otra pieza del puzzle: la sociedad cotizada, que debe dar el paso, y permitir y fomentar esa involucración.

La sociedad cotizada debe darse cuenta de que la involucración de sus accionistas en la vida social también es positiva para ella porque, entre otras cosas, podrá:

- tener un mejor conocimiento de las expectativas de los accionistas;
- mejorar el alineamiento de la sociedad con los intereses de los accionistas;
- aprovechar la experiencia, el *know how* y las iniciativas que pueden aportar los accionistas a la sociedad y enriquecer así los procedimientos de toma de decisiones; y
- hacer suyas las mejores prácticas y recomendaciones en materia de gobierno corporativo, que sin duda permiten un mejor acceso de la sociedad a los mercados de capitales.

En conclusión, es necesario un cambio de paradigma en la forma de comunicarse con el accionista, en lo que alguna sociedad cotizada española está siendo pionera, de manera que la interacción se convierta en lo más atractiva posible, facilitando el acceso del minoritario a la información y aumentando cuantitativa y cualitativamente su participación.

Muchas gracias por su atención.

4 ZETZSCHE, Dirk: «Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive», *Center for Business and Corporate Law Research Paper Series (CBC-RPS)*, 0031, Toronto, julio-2008.

5 KIM, James y SCHLOETZER, Jason D: «Global Trends in Board-Shareholder Engagement», *The Conference Board*, No. DN-V5N20, octubre 2013, página 2.

6 *Libro Verde. La normativa de gobierno corporativo de la UE*. COM (2011) 164, página 12.