

## **COMENTARIOS DE EMISORES ESPAÑOLES AL ANTEPROYECTO**

### **DE LEY DE ECONOMÍA SOSTENIBLE**

#### **1. VALORACIÓN GENERAL**

EMISORES ESPAÑOLES (en adelante EE) valora de forma globalmente positiva la aprobación de una Ley que favorezca el desarrollo de una economía sostenible.

El Anteproyecto de Ley de Economía Sostenible (en adelante, el “Anteproyecto”) tiene contenidos muy diversos y en este escrito nos vamos a centrar en aquellos aspectos que pueden tener una incidencia, siquiera indirecta, en las sociedades cotizadas. Por otra parte, además de criticar de forma constructiva algunas de las soluciones concretas que el texto acoge, pretendemos también proponer algunas medidas novedosas que consideramos necesarias para el mejor desenvolvimiento de la vida corporativa y perfeccionamiento de nuestro mercado de valores, las cuales a su vez pueden contribuir a los objetivos de la Ley, proporcionando a las sociedades españolas un marco normativo similar al de otras compañías europeas, lo cual les permitirá competir en igualdad de condiciones en su condición de emisores de valores.

En la situación económica en la que nos encontramos, donde las necesidades de financiación de las empresas son evidentes, notables y urgentes, facilitarles el acceso a los mercados financieros y de capitales deben constituir la máxima prioridad de todos. Y en esa dirección van encaminadas nuestras propuestas.

Las medidas nuevas que proponemos son especialmente convenientes ya que, si bien el Anteproyecto contiene alguna medida muy positiva en relación con la constitución de una sociedad y diferentes actos corporativos (D.F. XXIII, que reforma el Texto Refundido de la LSA), en lo que concierne al mercado de valores el texto casi se limita en la práctica a afinar y endurecer el régimen disciplinario vigente contenido en la LMV.

#### **2. OBSERVACIONES AL TEXTO**

2.1 La mención a la información individualizada de la retribución de los “primeros ejecutivos”:

En el capítulo III “Mercados Financieros”, sección “Transparencia y Gobierno Corporativo”, el artículo 25 establece que las sociedades cotizadas incrementarán la transparencia en las remuneraciones de sus consejeros y primeros ejecutivos. Además, la Disposición final séptima, apartado veintiuno, indica que en el informe anual sobre remuneraciones se detallarán las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros y primeros ejecutivos.

Es conveniente una primera aclaración al texto del Anteproyecto sobre el alcance concreto que en el Anteproyecto debe tener el concepto de “primeros ejecutivos”.

Entendemos que los “primeros ejecutivos” son los consejeros ejecutivos, ya que, aunque en el contexto del Gobierno Corporativo (Código Unificado de Buen Gobierno, Informe Olivencia, Anexo CNMV Informe Anual de Gobierno Corporativo...) no se ha definido expresamente, siempre se ha utilizado el término primer ejecutivo para referirse al Presidente Ejecutivo y al Consejero Delegado.

Al mismo tiempo, hay que señalar que ninguna de las recomendaciones europeas, relativas a Gobierno Corporativo (913/2004/CE, 162/2005/CE y 3177/2009/CE) hacen referencia a este término en general ni a las remuneraciones de los ejecutivos no consejeros en particular. Para EE es realmente importante que en esta específica materia de las remuneraciones o en cualquier otra incluida en el Anteproyecto relacionada con las citadas recomendaciones, las soluciones españolas no sean más estrictas que las contenidas en éstas, dado que el objetivo fundamental debe ser la búsqueda del equilibrio entre eficacia y transparencia, sin poner obstáculos innecesarios al buen funcionamiento de las sociedades. Esta misma consideración es trasladable a aquellos contenidos de la Recomendación 3177/2009/CE que se pretenden incorporar a través de la reforma del Código Unificado de Buen Gobierno.

Existen además algunas otras reflexiones al respecto que deben tenerse en cuenta:

a) La diferente función que desempeñan los Consejeros, ejecutivos o no, y los altos directivos de la compañía. Estos últimos, si bien tienen amplios poderes de gestión de los asuntos sociales y de los negocios de la compañía, en ningún caso alcanzan las funciones de gobierno, supervisión y estrategia que corresponden al Consejo en su conjunto y a su Comisiones delegadas o a su Presidente, así como al Consejero Delegado y, en su caso, a otros Consejeros ejecutivos.

b) La distinta forma de fijar las retribuciones, de modo que mientras el Consejo fija las suyas, normalmente con una propuesta de la Comisión de Nombramientos, los altos directivos que no son Consejeros de ninguna forma participan en la fijación de su retribución.

c) La diversa posición y dependencia orgánica de los Consejeros, nombrados y cesados libremente por la Junta, de la de los altos directivos, nombrados y cesados por el Consejo, su Presidente o el Consejero Delegado, y cuya retribución corresponde igualmente a estos órganos.

d) Por último, parece que si el Anteproyecto hubiera querido hacer referencia a las retribuciones de los ejecutivos no consejeros de mayor relevancia de la sociedad, hubiera empleado el término “Alto Directivo” definido en el Código Unificado de Buen Gobierno o el término “Directivo” definido en el Real Decreto 1333/2005, de 11 de Noviembre, en materia de abuso de mercado, o el término “Alta Dirección” definido en el Real Decreto 1382/1985, que regula la relación laboral de este personal.

A la vista de las anteriores consideraciones, parece que cuando el Anteproyecto utiliza el término “primeros ejecutivos” quiere referirse exclusivamente a los “consejeros ejecutivos”. En consecuencia, la mención a esos “primeros ejecutivos” sobraría en el texto del Anteproyecto, al estar incluida en la general de “Consejeros”.

Por último, queda advertir de las posibles consecuencias no deseables de identificar “primeros ejecutivos” con “ejecutivos no consejeros”:

- Conflicto interno en la sociedad: el conocimiento del salario de los Altos Directivos, puede ocasionar conflictos internos en la sociedad, al compararse públicamente su retribución.
- Conflicto externo a la sociedad: el conocimiento de las retribuciones de la alta dirección, pueden originar conflictos de competencia en el mercado laboral y conflictos de competencia al desvelar información confidencial o estratégica de la compañía asociada a la retribución variable.
- Por último, la información de la retribución individual afecta al derecho a la intimidad de las personas -y en ocasiones a su seguridad-, de modo que tal información puede desvelarse si existen razones que lo justifiquen, que, si bien se aprecian en el caso de los Consejeros, en ningún modo se dan en el de los directivos.

## 2.2 Informe Anual sobre remuneraciones

La Disposición final séptima, apartado veintiuno, del Anteproyecto indica que junto con el Informe Anual de Gobierno Corporativo, el Consejo de las sociedades anónimas cotizadas deberá difundir y someter a votación de la Junta General ordinaria de Accionistas, como punto separado del orden del día, y con carácter consultivo, un informe anual sobre las remuneraciones de sus consejeros y primeros ejecutivos.

En primer lugar, la actual redacción parece someter a votación consultiva tanto el Informe Anual de Gobierno Corporativo como el Informe Anual sobre Remuneraciones. No tiene demasiado sentido someter a votación consultiva -cuyos efectos jurídicos son difusos en nuestra técnica legislativa, más allá de que no son vinculantes- el Informe Anual de Gobierno Corporativo, que es aprobado por la propia Junta General al tiempo que se aprueba el Informe de Gestión (carta CNMV de 11 de febrero de 2009).

En segundo lugar, hay que indicar que esta Disposición final séptima del Anteproyecto ya se recoge, en términos muy similares, en el Código Unificado de Buen Gobierno en su Recomendación 40, y que en ambos casos se intenta reflejar la Recomendación de la Comisión de las Comunidades Europeas 2004/913/CE, apartado 4.2. No obstante, tanto el Anteproyecto como el Código Unificado de Buen Gobierno, prescinden en su redacción de la segunda parte de la Recomendación Europea, que señala “*Sin embargo, los Estados miembros podrán condicionar la celebración de dicha votación a que la solicite un número de accionistas que representen al menos el 25 % del número total de votos de los accionistas presentes o representados en la junta general anual. Esto último, sin perjuicio, no obstante, del derecho de los accionistas a presentar una resolución de acuerdo con las disposiciones nacionales*”. Aunque entendemos que, aplicando este segundo apartado, la recomendación resultaría más adecuada al ordenamiento español, éste permite ir más allá de esas recomendaciones, ya que según el artículo 97 LSA, los accionistas que representen, al menos, el cinco por ciento del capital social, pueden solicitar que se publique un complemento a la convocatoria de una Junta General de Accionistas incluyendo uno o más puntos en el orden del día, cuyo resultado de la votación siempre tendrá carácter vinculante. Con esta última fórmula de nuestra

legislación, se evitan los posibles conflictos que puedan producirse con la votación consultiva en el caso de que la mayoría de los accionistas votaran en contra del Informe Anual de Retribuciones, además de los problemas que se puedan originar en este caso las delegaciones de voto.

### 2.3 Información facilitada por los emisores, relativa a la Retribución de los Administradores.

Es recomendable que el Anteproyecto haga posible que los emisores informen de una sola vez de la retribución de los Administradores. En la actualidad, se facilita dicha información en las cuentas anuales, en el Informe Anual de Gobierno Corporativo (que desde el ejercicio 2008 hay que incorporar como parte del Informe de Gestión e individualmente como Informe Anual de Gobierno Corporativo) y en el Informe Anual de Retribuciones. Por tanto, se facilita esa información por triplicado, con la consiguiente ocasión de cometer errores o dar informaciones con distinto alcance y con la evidente falta de economía que implica.

### 2.4 Comisión de Retribuciones.

Hasta la fecha nuestra legislación no mencionaba expresamente la “Comisión de Retribuciones” y como tal, si bien recomendable, en virtud de los códigos de Buen Gobierno, no era obligatoria su constitución en las Sociedades Emisoras. No obstante, al incluirse en el texto del Anteproyecto parece imponerse obligatoriamente de una forma indirecta.

Por un lado, desde el punto de vista de técnica legislativa, si se pretende imponer esa Comisión debería establecerse en una disposición legal específica, del mismo modo que se hace para la Comisión de Auditoría. Por otro lado, desde el punto de vista de la oportunidad de la norma y sin perjuicio de nuestra opinión totalmente favorable a la generalización de esa Comisión y al reforzamiento de su misión en el gobierno de las compañías, su imposición como obligatoria a todas las compañías emisoras exigiría cierta ponderación de los casos en los que una pequeña entidad puede cumplir los estándares de buen gobierno que le sean de aplicación sin que para ello les sea necesario siempre contar con ese órgano.

### 2.5 Plazo para la efectividad de las medidas.

Dado el impacto que la nueva regulación va a tener, tiene sentido defender que las medidas del Anteproyecto y las que se recojan en la reforma del Código Unificado no sean exigibles en ningún supuesto hasta el ejercicio de 2011, y en su caso se informe de su seguimiento en el correspondiente IAGC 2011.

### 2.6 La categorización de los Consejeros

El Anteproyecto atribuye al Ministro de Economía y Hacienda la capacidad para definir las categorías de Consejeros. En la práctica, la atribución de tales competencias supone convertir las hasta ahora recomendaciones de los Códigos de Buen gobierno relativas a algunas categorías de Consejeros, en normas dictadas en el ejercicio de la potestad reglamentaria del Gobierno. Debe recordarse al respecto que, conforme con el Anexo II de la Recomendación de 15 de Febrero de 2005 de la Comisión Europea, sólo la definición de “independiente” estaba sujeta a una

definición cerrada e imperativa, que así se fijó en el Código unificado, no en cambio las demás categorías de Consejeros.

Es al menos discutible la solución de convertir en obligación legal lo que antes se recogía como recomendación en el Código Unificado de Buen Gobierno.

Por otra parte, como se ha señalado antes en relación con el Informe Anual sobre Remuneraciones, el nuevo texto parece imponer de forma encubierta la existencia en todas las sociedades cotizadas de una Comisión de Nombramientos.

## 2.7 Agencias de Calificación Crediticia

Resulta muy loable la pretensión del Anteproyecto de sujetar a la supervisión e inspección de la CNMV las agencias de calificación crediticia, respecto de las que se prevé el establecimiento de un régimen sancionador, si bien no se aclara en cual texto normativo ni el plazo para ello. Por acertada que pueda considerarse la previsión del Anteproyecto, resulta muy dudosa su eficacia. Además la norma carece de cualquier previsión de desarrollo reglamentario.

## 2.8 Régimen de supervisión, inspección y sanción. La Disposición Final Séptima. Modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

- En el punto Seis, que modifica el art. 85.2, relativo a las facultades de supervisión e inspección de la CNMV, en las letras i) y j) se introducen nuevas facultades para que este órgano supervisor pueda requerir, a su libre y discrecional criterio, a las entidades sujetas a su control que aporten “informes de expertos independientes, auditores o de sus órganos de control interno o cumplimiento normativo” (letra i) o para que remitan o difundan información sobre operaciones o actividades “al margen o adicional a la que vienen obligadas según lo previsto en esta Ley y sus normas de desarrollo” (j). Estas nuevas facultades de la CNMV suponen ampliar de manera no justificada el régimen de discrecionalidad de este organismo y puede suponer un incremento en los costes de las empresas si resulta que, en lugar de solicitar los informes a los órganos de control interno de las mismas o a sus auditores, se opta por la CNMV por el criterio de que hayan de elaborarlos terceros “expertos independientes”.

En la enumeración de las facultades de supervisión e inspección de la CNMV ha desaparecido la letra “k) acordar la suspensión o exclusión de la negociación de un instrumento financiero ya sea en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación;”, lo que parece que se trata de una omisión involuntaria, toda vez que unos párrafos más abajo se hace mención a dicho apartado k). En consecuencia debería incorporarse al texto del Anteproyecto la citada letra k).

- En el punto Doce, que modifica diversas letras del artículo 99, se suprime en la letra “m)” la palabra “maliciosa” en la última frase. Dado que en este apartado se está regulando una infracción “muy grave” consistente en la conducta de suministrar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores información que omite aspectos o datos relevantes, el elemento intencional (“maliciosamente”) es clave a la hora de tipificar correctamente esta falta, pues de no existir el mismo

se podría plantear una graduación menor. Por ello se propone que se incluya el término “maliciosamente” en la redacción de este apartado, para el mejor cumplimiento de las garantías legales establecidas en materia del procedimiento administrativo sancionador.

### **3. MEDIDAS NUEVAS**

#### **3.1 Posibilidad de celebrar la Junta General de las sociedades cotizadas en localidad distinta a aquella en que la sociedad tenga su domicilio social (Adición a la actual D.F. VII)**

##### Justificación

La actual solución del artículo 109.1 del TR LSA, que impone el celebrar la Junta General en la localidad dónde la sociedad tenga su domicilio, obedece a una concepción localista de las compañías cuyo accionariado se concentraba en el ámbito territorial de su actividad o, al menos, de su sede social. Se trata, en nuestra opinión de una limitación innecesaria, en particular para las compañías cotizadas, cada vez más globales, que dificulta la organización de las Juntas y que no añade realmente un plus de protección a los accionistas, y con mayores posibilidades de participar incluso sin su presencia física. Creemos que hoy es suficiente para las Sociedades cotizadas exigir que la Junta se celebre dentro de la misma provincia dónde la sociedad tenga su sede. A tal efecto proponemos la inclusión de una regla especial para las sociedades cotizadas en la Ley del Mercado de Valores:

##### PROPUESTA

Se añade un nuevo apartado a la D.F. VII. Modificación de la Ley del Mercado de Valores.

Nuevo apartado Diecinueve

*“Diecinueve. Se introduce un nuevo artículo, 111 ter con la siguiente redacción:*

*Las Juntas generales de las sociedades cotizadas se celebrarán en la provincia donde la Sociedad tenga su domicilio.”*

#### **3.2. Mejora de la comunicación entre la sociedad cotizada y sus accionistas. Derecho de la sociedad cotizada a conocer sus accionistas.**

##### Justificación

Las sociedades cotizadas normalmente tienen hoy una base accionarial muy amplia y de carácter transfronterizo que dificulta que conozcan quienes son sus accionistas, lo que limita su comunicación con los mismos, la transmisión de información y la participación de los inversores en las decisiones de la compañía, en concreto a través de sus Juntas Generales.

La intervención, por otro lado completamente necesaria, de depositarios centrales de valores y cadenas de custodios, con recurso constante a cuentas ómnibus y

diferentes figuras fiduciarias, hacen todavía más difícil la necesaria transparencia en este flujo de información.

A nivel comunitario ha habido diferentes intentos para mejorar el conocimiento por la sociedad cotizada de sus accionistas y potenciar su participación (Directivas 2004/109/CE sobre transparencia y 2007/36/CE sobre derechos de los accionistas, informe del Legal Certainty Group de agosto de 2008 etc.), pero todavía no se ha aprobado el instrumento normativo que resuelva adecuadamente la cuestión. A otro nivel, en los trabajos para poner en marcha el sistema llamado Target Two Securities (T2S) se ha visto la utilidad de este proyecto consistente en una plataforma de liquidación paneuropea como mecanismo para proporcionar a las sociedades cotizadas mayores y mejores niveles de información sobre sus accionistas (shareholders' visibility), manteniendo el acceso a los datos que los emisores disfrutaban en algunos países y abriéndolo para aquéllos que todavía no lo tienen. De esta forma se conseguiría no sólo uniformidad en la información que los emisores poseen de sus accionistas, son un mayor nivel de detalle y una mayor profundidad de los datos de inversores finales con independencia del país origen de la inversión. Recientemente se ha decidido crear un grupo de trabajo dentro del ámbito del Banco Central Europeo (task force) para estudiar exclusivamente esta problemática de los emisores y darle la mejor solución.

A nivel nacional, diferentes Estados, como el Reino Unido, Francia, Alemania o, este mismo año, Holanda, otorgan en sus legislaciones un derecho inequívoco a las sociedades cotizadas a conocer quienes son sus accionistas en todo momento, dotándolas incluso de los mecanismos jurídicos precisos para obtener de los titulares fiduciarios los nombres de los inversores finales reales.

En España, la Ley de Sociedades Anónimas establece que los emisores de acciones cotizadas deberán poder identificar a sus accionistas. La Disposición adicional primera, punto sexto del vigente TRLSA prevé que las entidades que hayan de llevar los registros de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta están obligados a comunicar a la sociedad emisora los datos necesarios para la identificación de sus accionistas.

El precepto legal no establece excepción o limitación en función del tipo de acciones de que se trate. No obstante, el artículo 22 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles ("**RD 116/1992**"), limita el ámbito de aplicación de esta norma, al distinguir dos regímenes:

- a) Acciones representadas por títulos nominativos por disposición legal en este caso, las entidades participantes en IBERCLEAR (la "Sociedad de Sistemas" a la que se refiere el artículo 44 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores) comunican al emisor, diariamente, las operaciones que supongan cambio de accionistas. Así ocurre con bancos, concesionarias de autopistas, aseguradoras, sector audiovisual, etc. Este registro se actualiza diariamente con la información que canalizan los miembros del mercado hacia IBERCLEAR, quien lo transmite a una entidad designada por el emisor como encargada la llevanza de este libro. Esto permite a los emisores mantener un registro

de accionistas actualizado, con lo que pueden, comunicarse con sus accionistas, y preparar y enviar sus propias tarjetas de asistencia.

- b) Resto de acciones: los emisores sólo pueden conocer la identidad de los accionistas cuando se convoque una junta general. En estos casos, todas las entidades participantes en IBERCLEAR comunican la identidad de los accionistas a la fecha de que se trate.

Además en ambos casos (nominativos y Juntas) la información es limitada pues los inversores extranjeros (que actualmente suponen casi la mitad de la inversión y 2/3 de la contratación en las bolsas españolas) aparecen registrados bajo cuentas ómnibus a nombre de sus custodios o brokers que actúan como titulares fiduciarios de los inversores finales. En consecuencia, los emisores tienen una información esporádica, incompleta e inexacta sobre la identidad de sus accionistas.

El Anexo II del Código Unificado de Bueno Gobierno de las Sociedades Cotizadas recomendó al Gobierno modificar el Real Decreto 116/1992 para hacer plenamente efectivo para todas las sociedades cotizadas – y no sólo para aquellas cuyas acciones deban ser nominativas por disposición legal- el derecho a conocer sus accionistas que les reconoce la Disposición Adicional Primera de la Ley de Sociedades Anónimas.

En esta recomendación se recuerda al Gobierno que la Disposición adicional primera, sexto de la LSA es aplicable a todo tipo de sociedades cotizadas, y no sólo a aquéllas cuyos títulos “habrían de ser nominativos por disposición legal”.

Las sociedades emisoras de acciones cotizadas han tenido siempre, y siguen teniendo, un legítimo interés por conocer la identidad de sus verdaderos accionistas, con dos objetivos fundamentales:

- a) Comunicación: Posibilitar la comunicación emisor-inversor en todo momento — y no sólo con ocasión de la junta general anual—.
- b) Transparencia sobre la estructura accionarial en cada momento.

Los emisores han intentado reiteradamente encontrar una interpretación flexible del RD 116/1992, para conseguir que Iberclear y sus entidades participantes colaborasen en el envío diario de los datos de los accionistas.

Una adecuada solución del problema requiere normas de diferente nivel, así como una clara apuesta por parte de los mercados regulados y, principalmente, por los sistemas de liquidación a favor de la máxima transparencia. En este contexto el papel de las entidades depositarias y de Iberclear resulta fundamental, ya que cualquier mejora futura exige generalizar y perfeccionar los actuales mecanismos de información (especialmente el fichero X25).

La futura Ley de Economía Sostenible constituye –en nuestra opinión- un vehículo idóneo para comprometer la adopción en el futuro de una serie de medidas que, dado su carácter técnico, requerirán ulteriores concreciones reglamentarias, e instaurar ya, en primer lugar, un claro e inequívoco derecho de la sociedad cotizada a conocer en todo momento a sus accionistas finales, así como facilitar los mecanismos regulatorios necesarios para ello.

Conseguido lo anterior, la distinción entre acciones nominativas y al portador perdería su virtualidad cuando se representen mediante anotaciones en cuenta.

Por otra parte quedaría pendiente de una eventual regulación la consecuencia, mercantil o de otro orden, que llevaría aparejada el incumplimiento de las obligaciones que se introducen.

Por tanto, para garantizar que todos los emisores puedan conocer en todo momento su base accionarial, hacemos la siguiente:

### PROPUESTA

\* Se introduce un nuevo artículo:

*“Artículo 25 bis. Principios de buen gobierno y transparencia accionarial en las sociedades cotizadas.*

*Por parte del Gobierno, Ministerio de Economía y Hacienda, CNMV, Mercados Regulados y Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores se adoptaran las medidas precisas para que las sociedades cotizadas puedan conocer en todo momento quienes son sus accionistas y favorecer la participación de éstos en la vida societaria. Las sociedades cotizadas tendrán un derecho efectivo a conocer sus accionistas que se ejercerá en la forma prevista en la D. Final VII de esta Ley.*

\* Se añade un apartado a la Disposición Final Séptima. Modificación de la LMV.

Nuevo apartado veinte, corriendo de posición todos los apartados sucesivos.

Veinte. Se introduce un nuevo artículo, el 111 quater, con la siguiente redacción:

*“Derecho de la sociedad a conocer sus accionistas.*

*Las sociedades cotizadas tienen derecho a conocer, diariamente y a través de los sistemas de registro, compensación y liquidación pertinentes, la información que precisen para identificar a sus accionistas.*

*Si resultara que los accionistas comunicados no fueran los titulares finales, las sociedades cotizadas podrán requerir de los diferentes intermediarios interpuestos la información de que dispongan y éstos estarán obligados a proporcionarla.*

*Reglamentariamente podrá concretarse la forma de ejercerse este derecho a favor de las sociedades cotizadas y el alcance de la correspondiente obligación de los sistemas de registro, compensación y liquidación y demás intermediarios financieros afectados.”*