

**LOS MECANISMOS DE CONTROL REFORZADOS
EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS
(CONTROL-ENHANCING MECHANISMS, CEM)
EL CAMBIO DE RUMBO**

Working Paper IE Law School

WPLS10-08

14-10-2010

Cátedra PÉREZ-LLORCA/IE de Derecho Mercantil

Francisco José León Sanz

Catedrático de Derecho Mercantil
Cátedra PEREZ-LLORCA /IE
Of Counsel de PEREZ-LLORCA
fleon@perezllorca.com

RESUMEN / ABSTRACT: El trabajo analiza las consecuencias de la reciente modificación legislativa que prohíbe las limitaciones al derecho de voto en los estatutos de las sociedades cotizadas. La reforma establece un plazo transitorio de un año de forma que las sociedades cotizadas tengan la oportunidad de adaptar sus estatutos al nuevo marco legal. En este contexto cobra una particular trascendencia la cuestión del tratamiento normativo de los mecanismos de control reforzados. En el trabajo se pone de manifiesto el giro de la Unión Europea desde el *Informe Winter* del 2002, que recomienda la vigencia del principio de proporcionalidad, al *informe Shearman&Sterling* y al *Informe Impact Assessment on the Proportionality* del 2007 que proponen intensificar la transparencia pero que no se limite la libertad de las sociedades para dotarse de mecanismos de control reforzados.

This paper analyzes the implications of the recent legislation in Spain prohibiting limitations on voting rights in the rules of listed companies. The reform establishes a one-year transition period in order for listed companies to adapt their by-laws to the new regulatory framework. In this context the issue of regulatory treatment of control-enhancing mechanisms acquires particular relevance. The Working Paper analyze the change focus of the European Union from the Report Winter 2002, which recommends the validity of the principle of proportionality, the Report Shearman & Sterling and the Report Impact Assessment on the Proportionality 2007 that proposed to strengthen transparency without limiting the freedom of companies to adopt control-enhancing mechanisms.

PALABRAS CLAVE / KEYWORDS: mecanismos de control reforzados/ limitaciones al derecho de voto / derecho de voto / gobierno corporativo / sociedades cotizadas / oferta pública de adquisición de acciones (opa).

Control enhancing mechanisms / limitations on voting rights / voting rights / corporate governance / listed companies / takeover.

¹ Este trabajo recoge el texto de la ponencia presentada en el Seminario de la Cátedra Pérez-Llorca IE de Derecho Mercantil celebrado el 22 de junio de 2010.

Copyright ©2010 by Francisco José León Sanz
Cátedra PÉREZ-LORCA/IE de Derecho Mercantil
This working paper is distributed for purposes of comment and discussion only.
It may not be reproduced without permission of the copyright holder.
Edited by IE Law School and printed at IE Publishing Madrid, Spain.

Copyright ©2010 Francisco José León Sanz.
Cátedra PÉREZ-LORCA/IE de Derecho Mercantil
Este working paper se distribuye con fines divulgativos y de discusión. Prohibida su reproducción sin
permiso del autor, a quien deben contactar en caso de solicitar copias.
Editado por el IE Law School y publicado por IE Publishing Madrid, España.

Planteamiento

El día 30 de junio de 2010 se ha aprobado la modificación del art. 105 LSA² que prohíbe el establecimiento en los estatutos de las sociedades cotizadas de limitaciones al ejercicio del derecho de voto. La reforma admite solamente que se mantengan las limitaciones estatutarias durante el primer año desde la admisión a cotización en un mercado secundario oficial de valores. Tras la aprobación del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, este precepto ha pasado a ser el art. 515.

La reforma dispone, asimismo, un plazo transitorio de un año para la entrada en vigor del nuevo régimen (DF 6ª Ley por la que se modifica la Ley 19/1988, de 12 de julio, de auditoría de cuentas, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores y el Texto refundido de la Ley de sociedades anónimas aprobado por el real decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, para su adaptación a la normativa comunitaria). En la práctica, esto supone que las sociedades cotizadas pueden emplear la Junta general ordinaria que se celebre en el primer semestre del 2011 para adaptar sus estatutos al nuevo marco legal y adecuar la estructura corporativa para la consecución de los intereses sociales.

Una de las cuestiones que se planteen a partir de ahora, una vez prohibidas las limitaciones al derecho de voto en las sociedades cotizadas, será determinar³ en qué medida se deben permitir y cómo se han de tratar normativamente los mecanismos de control reforzados en las sociedades cotizadas (*Control-Enhancing Mechanisms*, los CEM).

En el ámbito comunitario se ha producido un cambio de rumbo en la aproximación a esta materia, desde el *Informe Winter* de 2002 (*Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids* de 10 de enero de 2002) hasta el Informe promovido por la Comisión Europea de diciembre de 2007 sobre la proporcionalidad entre capital y control en las sociedades cotizadas (*Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, Commission Staff Working Document*, de 12-12-2007), a partir del informe elaborado por Shearman & Sterling y otras instituciones en ese mismo año (*Report on the Proportionality Principle in the UE*).

² El texto del art. 515 LSC es el siguiente:

“En las sociedades anónimas cotizadas serán nulas de pleno derecho las cláusulas estatutarias que, directa o indirectamente, fijen con carácter general el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista o sociedades pertenecientes a un mismo grupo.

Cuando se produzca la admisión a negociación en un mercado secundario oficial de valores de las acciones de una sociedad cuyos estatutos contengan cláusulas limitativas del máximo de votos, la sociedad deberá proceder a la adaptación de sus estatutos, eliminando dichas cláusulas, en el plazo máximo de un año contado a partir de la fecha de admisión. Si transcurriere ese plazo sin que la sociedad hubiese presentado en el Registro Mercantil la escritura de modificación de sus estatutos, las cláusulas limitativas del máximo de voto se tendrán por no puestas.”

³ ALFARO, J. (2010); FERRARINI (2001/9) y (2006).

La tipología de los CEM

El tratamiento normativo de los CEM se proyecta sobre materias heterogéneas. Los CEM no son un concepto jurídico, ni tampoco se encuentran tipificados normativamente. Agrupan una serie de instrumentos que se emplean en las sociedades cotizadas y no cotizadas para reforzar el control. Presentan una considerable variedad y se pueden emplear para alcanzar objetivos heterogéneos.

El *informe Shearman & Sterling* de 2007 enumera, desde la perspectiva del principio de proporcionalidad entre derechos de voto y participación en el capital social, más de diez instrumentos que se emplean en los Estados de la UE. Desde un punto de vista funcional, algunos CEM se dirigen a reforzar la posición del accionista, como las acciones con múltiples derechos de voto, las acciones con privilegios políticos (por ejemplo, el otorgamiento de derechos relativos a la designación o cese de administradores) o las acciones de oro, *golden share*; mientras que otros tienen el objetivo inverso, es decir, debilitan la influencia de determinados grupos de socios, como sucede en el caso de las acciones sin voto o las acciones preferentes sin derecho de voto.

El principio de proporcionalidad capital-control también queda alterado en el supuesto de las limitaciones al ejercicio del derecho de voto o, de manera indirecta, a través de cláusulas que establecen la titularidad limitada de acciones. El control se refuerza igualmente mediante la determinación de mayorías más exigentes para la adopción de acuerdos sobre materias específicas. Asimismo se puede afectar al principio de proporcionalidad con medidas ajenas al ordenamiento societario, mediante la emisión de certificados de depósito, la creación de estructuras piramidales, el establecimiento de participaciones cruzadas o la celebración de pactos parasociales.

En materia de OPAs, los CEM se emplean como medidas defensivas, fundamentalmente frente a OPAs hostiles. Los instrumentos enumerados se completan⁴ con otros relativos a la estructura societaria que se dirigen a dificultar el acceso al control y blindar la posición de los administradores (la renovación escalonada en tres o cuatro ejercicios, la exigencia de determinadas condiciones para ser administrador como la de antigüedad en la sociedad, la previsión de fuertes indemnizaciones en los supuestos de cambio de control, etc.). También se emplean medidas que afectan a la estructura del capital que tratan de encarecer o de bloquear la presentación de una OPA (los aumentos de capital autorizados o el recurso a la autorcartera). Está bastante extendido igualmente el recurso a la realización de operaciones sobre acciones con una finalidad defensiva, estas operaciones pueden consistir, por ejemplo, en la emisión de planes de opciones sobre acciones a favor de los administradores o de los trabajadores. Algunos de los instrumentos más agresivos afectan a los activos de la sociedad objeto de una OPA (el establecimiento de opciones de venta o de compra sobre activos especialmente significativos, las cláusulas de vencimiento anticipado de los contratos por cambio de control, la terminación de los préstamos y de los contratos de financiación o incluso la realización de reestructuraciones societarias).

Por otro lado, desde el punto de vista de la significación de los CEM como instrumentos para reforzar el control, esta clase de mecanismos se complementan con otra serie de medidas

⁴ ESTEVAN DE QUESADA, C. (2002), págs.. 137 y ss.

que tienen un tratamiento normativo específico, como sucede en el caso de los *proxy*, de la solicitud pública de representación, y de los demás instrumentos que tratan de alinear los votos de los inversores con las decisiones de los administradores de la sociedad.

La adopción de CEM y de medidas preventivas frente a una OPA no se plantean de la misma forma en Estados Unidos y en Europa como consecuencia de las diferencias en la ordenación de las OPAs y del Derecho de sociedades. En Estados Unidos⁵, esta clase de instrumentos tiene un importante desarrollo en los años 80 por un doble motivo. En primer lugar, se produce una relajación del principio de proporcionalidad entre las sociedades cotizadas que había imperado de manera relativamente estricta desde las reformas posteriores a la crisis del 29. En segundo lugar, se incrementa de manera importante la presentación de OPAs hostiles, en no pocas ocasiones con una justificación meramente especulativa.

Algunas de las medidas defensivas más relevantes empleadas ordinariamente en EEUU son incompatibles con la Segunda Directiva europea. Por otro lado, el régimen mismo de OPA obligatoria constituye un obstáculo para la presentación de OPAs; medidas como el precio equitativo (incluida en algunos estatutos de sociedades cotizadas americanas como medida defensiva) o la OPA para la consolidación del control, prevista en Reino Unido, son desincentivadoras para la presentación de una OPA. Además, la ordenación de la estructura societaria en algunos países europeos tiene la significación de una barrera legal para la presentación de una OPA, como pasa con el sistema alemán de cogestión.

Pese a todo, las sociedades cotizadas cuentan con un relativo amplio margen en Europa⁶ para establecer medidas defensivas y CEM que supongan un serio obstáculo para que la presentación de una OPA pueda llegar a tener éxito, como ha puesto de manifiesto el *Informe Shearman&Sterling*. La gran variedad de soluciones normativas en el tratamiento del principio de proporcionalidad entre los distintos Estados europeos dificulta que se pueda alcanzar un tratamiento armonizado. En varios Estados se reconocen, por ejemplo, las acciones con voto plural o las limitaciones al derecho de voto. Esta clase de medidas, sobre todo, las acciones con voto plural, que se admiten, por ejemplo, en Suecia, impiden la presentación de una OPA hostil y deja en manos de titulares de una participación relativamente pequeña en el capital la decisión sobre la OPA.

Los fines implicados en el tratamiento normativo de los CEM

La tipología de los CEM resulta considerablemente heterogénea y desempeñan funciones bastante variadas, lo que constituye una dificultad para acotar las cuestiones que se plantean a la hora de proceder a su tratamiento normativo. En las sociedades cotizadas, la atención a los CEM resulta relevante indudablemente desde la perspectiva del régimen de OPAs, Los CEM

⁵ LOSS/SELIGMAN (1995) págs. 546 y ss.; MERKT/GÖTHEL (2006), págs. 652 y ss.

⁶ GOWER/DAVIES (2008), págs. 988 y ss.; los comentarios al § 33 WpÜG en HIRTE (2003); KRAUSE/PÖTZSCH (2005) y NOACK (2004) y a los §§ 33 a 33d WpÜG en SCHWENNICKE (2008); WEIGMANN (1993), págs. 591 y ss. NOACK señala que se suele recurrir poco a la acuerdos de autorización la Junta general para la adopción de medidas defensivas preventivas por el impacto negativo que tienen para los inversores (§ 33 WpÜG, párrafo 29).

pueden constituir un obstáculo para la presentación de una OPA, lo que afecta ineludiblemente a los intereses de los inversores que no forman parte del núcleo de control de la sociedad.

El reconocimiento de la legítima autonomía en la organización social que ampara el recurso a los CEM se plantea en tensión con el trato igualitario entre todos los inversores y con el principio de que sean los propios inversores los que decidan en el caso de la presentación de una OPA. Se trata de una materia en la que se acentúa el entrecruzamiento entre los temas propios del mercado de valores, en este caso, del mercado de control, y los del Derecho de sociedades.

Al mismo tiempo, la dimensión institucional de las sociedades cotizadas y la tendencia estructural a la independización del órgano de administración, a la apropiación de la sociedad por el núcleo de control y la apatía del accionista inversor, justifican la previsión de medidas normativas de tutela de la minoría. Incluso en el Derecho norteamericano, tradicionalmente más flexible, se ha considerado⁷ la necesidad de una intervención regulatoria para la protección de la minoría, frente a las corrientes más liberales que se extendieron durante los años 80.

En relación con estas cuestiones, el principio de proporcionalidad⁸ entre el derecho de voto y la participación en el capital constituye un principio estructural básico en la arquitectura del tipo de la sociedad anónima. Se apoya en la configuración de los derechos y obligaciones de los socios con fundamento en criterios patrimoniales y no personales. Tiene como justificación material la correlación entre riesgo y control.

La determinación del alcance del principio de proporcionalidad entre el derecho de voto y la participación en el capital, o con qué rigidez se impone, es una cuestión de política jurídica. Incluso la previsión de una regulación estricta de este principio no impide que se pueda ver alterado por otros cauces. Tanto en Europa como en Estados Unidos se ha puesto de manifiesto⁹, por ejemplo, cómo se pueden alcanzar resultados equivalentes mediante las acciones con voto plural y a través de las estructuras piramidales. En Luis Vuitton, el titular del 47% de los votos percibe el 34% de los derechos económicos; en Telecom Italia, con 40 billones de capitalización bursátil, el titular del 18% de los votos a través de estructuras piramidales percibe el 0,7% de los derechos económicos.

El Informe Winter de 2002

El *Informe Winter* tenía como objetivo estudiar la necesidad de fijar reglas de juego uniformes en el ámbito europeo en materia de OPAs. La finalidad del Informe consistía en determinar las medidas que habría que introducir en los diferentes ordenamientos europeos

⁷ BEBCHUK (2005); las tesis de este trabajo han sido contestadas por MIRVIS/ROWE/SAVITT (2007). Véase, también, HILL, J.G. (2010); VILLALONGA/AMIT (2006).

⁸ RECALDE (1996), págs. 27 y ss.

⁹ *Informe Impact Assessment on the Proportionality*, pág. 11.

para asegurar un trato equivalente entre los operadores de los distintos Estados en la presentación de una OPA.

De acuerdo con el Informe Winter, la creación de un campo de juego equilibrado para el desenvolvimiento de las OPAs se debía apoyar en dos principios¹⁰. En primer lugar, se tenía que basar en la libre decisión de los accionistas, es decir, la decisión final sobre la aceptación de la oferta y en qué condiciones debía corresponder a los accionistas y no a los administradores (*share holding decisión making*). En segundo lugar, el régimen debería afirmar el principio de proporcionalidad (*one share – one vote*), la correlación entre el riesgo asumido y la participación en el control de las sociedades en relación con las OPAs.

Consciente de la variedad de soluciones normativas existente en el panorama europeo en relación con el principio de proporcionalidad entre los distintos Estados y de la imposibilidad de impedir toda clase de instrumentos defensivos, el *Informe Winter* recomendó la adopción de dos tipos de medidas. Por un lado, consideró¹¹ que se debiera exigir una información detallada sobre la estructura del capital y la estructura de control de las sociedades cotizadas.

Al mismo tiempo, el *Informe Winter* recomendó¹² que se adoptaran una serie de medidas para facilitar que fueran los accionistas los que decidieran sobre la aceptación o el rechazo de la OPA. Consideró que, una vez, presentada una OPA, la decisión sobre la continuidad, la eliminación o la adopción de medidas defensivas debería corresponder a la Junta general, los administradores quedarían obligados por el deber de pasividad. Se habría de reconocer a la Junta general que pudiera acordar las medidas de neutralización necesarias, tanto del ordenamiento societario como, incluso, de los pactos parasociales, para facilitar el desarrollo de la OPA. En el supuesto de que la oferta superase el 75% del capital social, el oferente debería no quedar sujeto a las restricciones previstas en el ordenamiento societario en el ejercicio de los derechos políticos y las restricciones a la transmisión de acciones. Los acuerdos que adoptara la Junta general sobre estas materias se tendría que hacer según el principio de proporcionalidad en el capital social, *one share-one vote*, una acción-un voto. Finalmente se habría de reconocer el derecho a recibir una compensación adecuada por parte de los afectados por las medidas de neutralización.

Como se puede apreciar, la propuesta del *Informe Winter* trataba de establecer un sistema que, si bien no impidiera el empleo de medidas defensivas por parte de las sociedades cotizadas, intensificara la transparencia y tratara de garantizar que fueran los accionistas los que decidieran sobre la aceptación o rechazo de la OPA; la manera de lograr este objetivo se debería apoyar en la técnica de los acuerdos de autorización y de neutralización, que se tendrían que adoptar conforme al principio de proporcionalidad.

La Directiva 2004/25/CE y su incorporación al Derecho español

¹⁰ Recomendación 1.3.

¹¹ Recomendación 1.1.

¹² Recomendaciones 1.4-1.8.

El régimen de la Directiva sobre OPAs se apoya en las Recomendaciones del Informe Winter. En este sentido, establece la obligación de las sociedades cotizadas de publicar un informe con un contenido bastante detallado sobre la estructura del capital y la estructura de control (art. 10). Impone, asimismo, el deber de pasividad de los administradores y la sujeción a autorización de la Junta general para la continuidad, el establecimiento o la eliminación de medidas defensivas (art. 9º).

La Directiva sobre OPAs también acoge el sistema de neutralización de las restricciones al derecho de voto y a la libre transmisibilidad de las acciones establecidas en el ordenamiento societario o en pactos parasociales, propuesto por el Informe Winter, o que no surtan efecto estas restricciones si la oferta supera el 75% del capital social (art. 11). La aplicación de estas medidas de neutralización depende de una doble facultad de opción de los Estados miembros, que pueden permitir que sea la sociedad la que decida sobre su adopción y que pueden autorizar la exención en los supuestos de falta de reciprocidad (art. 12).

En el Derecho español, la obligación de elaborar un informe sobre gobierno corporativo fue introducida antes de la aprobación de la Directiva sobre OPAs por la Ley 26/2003 en el art. 116 LMV. La adaptación al Derecho comunitario en relación con el resto de cuestiones se hace mediante la reforma de la LMV de 2007 y la aprobación del RD 1066/2007 sobre OPAs.

Como en el régimen anterior se establece el deber de pasividad¹³, pero se modifica la regulación para adecuarla al contenido de la Directiva¹⁴. Se confía a las sociedades la decisión sobre la adopción de las medidas de neutralización y en materia de reciprocidad (arts. 60bis y ter LMV y arts. 28 y 29 RD 1066/2007). El régimen español¹⁵ del deber de pasividad y de las medidas de neutralización presenta numerosas cuestiones. Desde la perspectiva de la posición de los socios inversores conviene recordar que tanto el acuerdo de la Junta general de adopción de medidas defensivas como el acuerdo de establecimiento de medidas de neutralización está sujeto a impugnación por los socios minoritarios. El fundamento¹⁶ de la impugnación es, en principio, el interés social (art. 204 LSC).

El giro de la UE en relación con los CEM en los informes de 2007

La Comisión Europea encargó la realización de un informe¹⁷ en relación con los CEM a Institutional Shareholder Services, a Shearman&Sterling y a European Corporate Governance Institute. El informe comúnmente conocido como *Informe Shearman&Sterling* fue presentado el 18 de mayo de 2007.

¹³ GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1999), págs.. 159 y ss.; GARRIDO, J.M. (2002), págs.. 2719 y ss.; SANCHEZ DE ANDRÉS, A. (2003) y (2005).

¹⁴ GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2009), págs.. 613 y ss.; SANCHEZ CALERO, F. (2009), págs. 409 y ss.

¹⁵ DÍAZ MORENO, A. (2010), págs.. 519 y ss.; GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2009), íbidem; GARRIDO, J.M. (2010), 496 y ss.; LARGO, R. (2009), págs.. 671 y ss.; SANCHEZ CALERO, F. (2009), págs. 427 y ss.

¹⁶ Así, en Alemania, HIRTE, § 33 WpÜG, parágrafo 118.

¹⁷ Véase, sobre los informes de 2007 de la UE, *Reflexiones para el debate sobre las limitaciones al derecho de voto* (2010), elaborado en relación con la reforma del art. 105 LSA.

El *Informe Shearman&Sterling* considera que faltan evidencias empíricas para determinar el impacto de los CEM en el valor de mercado de las sociedades cotizadas. Los estudios económicos que se han realizado al respecto llegan a conclusiones que no son coincidentes. La metodología que se emplea para proceder a analizar el impacto de los CEM no resulta definitivamente consistente y fiable.

El recurso a los CEM es relativamente común entre las sociedades cotizadas europeas. La regulación en los diferentes ordenamientos europeos presenta una considerable heterogeneidad. Las implicaciones político económicas inherentes a esta materia explica que se dé una cierta resistencia de los Estados nacionales a modificar el régimen. Los CEM se perciben de manera negativa por los inversores y, en concreto, por los inversores institucionales.

Hasta cierto punto, se podría decir que había una cierta expectativa en Europa de que se produjera una progresiva convergencia de hecho entre los diferentes mercados de valores a partir de la Directiva sobre OPAs hacia el modelo inglés, en el que se aprecia una tendencia más restrictiva al recurso de los CEM. Sin embargo, este proceso no se ha producido.

Por otro lado, la solución adoptada en la Directiva sobre OPAs en relación con las medidas de neutralización, de acuerdo con las recomendaciones del Informe Winter, no está exenta de objeciones. Respecto de las acciones de voto múltiple, la regulación de la Directiva recuerda a la Ley alemana de 1965¹⁸, donde se reconocía, en las disposiciones de Derecho transitorio, el derecho de los titulares de acciones con voto múltiple a una compensación como consecuencia de la pérdida de su privilegio. En relación con los pactos parasociales, una solución como la prevista en el Derecho italiano, que libera a los miembros del pacto y les permite acudir a la OPA presentada, probablemente resulte más adecuada (art. 123 Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria). El derecho a recibir una compensación en este supuesto conforme a lo admitido en la Directiva y a lo previsto en el Derecho español, es difícil de determinar e incluso de justificar. Los miembros de un pacto no pueden lograr una suerte de posición de privilegio por esta vía respecto de los demás accionistas en caso de presentación de una OPA.

Las medidas de neutralización únicamente sirven para desactivar los CEM incluidos en el ordenamiento societario o en pactos parasociales, pero no valen para los demás instrumentos que se emplean para reforzar el control y, en concreto, las estructuras piramidales, uno de los recursos más utilizados en la práctica europea. La OPA voluntaria condicionada al desmantelamiento de los CEM parece una técnica de protección suficiente a los inversores y a los oferentes.

La Comisión Europea formuló en el año 2007 el *Informe Impact Assessment on the Proportionality* a partir del *Informe Shearman&Sterling*. Se aprecia en este informe un cambio de rumbo en el tratamiento de los CEM. La cuestión se analiza desde distintas perspectivas. Desde el punto de vista de los objetivos de política jurídica que se pretenden alcanzar, la imposición de una regulación restrictiva de los CEM tiene ventajas e inconvenientes. Se trata de una medida que favorece la correlación entre riesgo y control, evita que los administradores blinden su posición y protege a la minoría frente a los abusos de la mayoría. Sin embargo, resulta contraria a la autonomía de la voluntad, puede ser un

¹⁸ SCHWENNICKE (2008), § 33c WpÜG, parágrafo 15.

obstáculo para el acceso a los mercados de capitales y puede no favorecer la estabilidad del control y el desarrollo de políticas empresariales a largo plazo.

El *Informe Impact Assessment on the Proportionality* considera que la prohibición de los CEM constituye una medida que se dirige a la protección del inversor y a la protección de la minoría, pero que no es la única vía para alcanzar estos objetivos. En la legislación comunitaria se ha avanzado considerablemente el establecimiento de un marco regulatorio que potencie la posición de los inversores y de los accionistas minoritarios: la reforma del régimen de las directivas en materia de cuentas anuales, cuentas consolidadas y auditoría; la regulación comunitaria sobre OPAs, sobre transparencia de los mercados y sobre abuso de mercado; las Recomendaciones en materia de gobierno corporativo o la Directiva sobre derechos de socio. A través de este marco regulatorio se ha intensificado la transparencia en relación con la estructura de capital y de control de las sociedades cotizadas, sobre las situaciones de conflictos de intereses, las operaciones vinculadas y los grupos, se ha potenciado la información financiera dirigida a los mercados y la fiabilidad de las auditorías, se ha reforzado la posición de los socios y se ha intensificado el control de los administradores, con medidas como la de los consejeros independientes.

A la vista de este conjunto de consideraciones y del principio de subsidiariedad, el *Informe Impact Assessment on the Proportionality* considera que no es oportuno establecer una regulación comunitaria restrictiva de los CEM a través de una Directiva, sino que recomienda que se proceda a una intensificación de la transparencia de los CEM. Entre los diferentes instrumentos normativos para alcanzar este objetivo, descarta la Directiva y el establecimiento de una regulación uniforme europea, por entender que se trata de instrumentos que limitarían en exceso la autonomía de los Estados nacionales y que impedirían el desarrollo de otras medidas distintas de las incluidas en los textos comunitarios y que favorecieran la consecución del objetivo de una mayor transparencia. Estima preferible optar por la adopción de una Recomendación por parte de las autoridades comunitarias, como instrumento más flexible y también más efectivo para potenciar la información y proteger a los accionistas minoritarios y a los inversores frente al uso abusivo de los CEM.

Consideraciones finales

La manera de regular los CEM desde la perspectiva del mercado de control depende de la configuración del régimen de OPAs que se prevea; no se plantea del mismo modo en un sistema como el de Estados Unidos, que no contempla la OPA obligatoria, y en el modelo europeo, que sí la impone. En Europa, la regulación comunitaria en materia de OPAs y las reformas a que ha dado lugar en los distintos Estados miembros y, en particular, en España, prácticamente no se ha estrenado como consecuencia de la crisis. En cualquier caso, la solución más acorde con el sistema europeo de OPAs puede que sea probablemente la del modelo inglés, tendencialmente el más restrictivo con los CEM. En España, aunque el régimen de OPA obligatoria sobrevenida sea más simple y, posiblemente también, más efectivo, la nueva regulación deja abiertos numerosos interrogantes. Estos interrogantes se

plantean también en relación con la intervención de la Junta general para decidir sobre las medidas defensivas y sobre las medidas de neutralización.

La protección del inversor y del accionista minoritario es uno de los problemas estructurales en la ordenación de la sociedad anónima cotizada. La cuestión es la manera de hacerlo para atender a las necesidades y a las circunstancias concretas de cada momento. Un tratamiento excesivamente rígido de los CEM puede que resulte contraproducente e ineficaz, pero resulta imprescindible desde la perspectiva de la protección del inversor y del accionista minoritario el establecimiento de medidas de tutela institucional y de normas que se dirijan a asegurar la actuación diligente de los administradores para la consecución de los intereses sociales y que eviten los abusos de la mayoría. La prohibición del uso abusivo de los CEM puede estar en una norma específica o en diversos instrumentos normativos pero es necesario disponer de una regulación que se dirija a proteger a la minoría y a los inversores. La mera intensificación de la transparencia no parece suficiente.

RELACIÓN BIBLIOGRÁFICA

ALFARO, J. (2010), “El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil”, en *Derecho de OPAS. Estudio sistemático de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, coordres. JUSTE, J./RECALDE, A., Valencia, (en prensa), págs. 475 y ss.

BEBCHUK (2005), “The Case for Increasing Shareholder Power”, 118 *Harv. L. Rev.*, pp. 836 y sigs.

DÍAZ MORENO, A. (2010), “La neutralización de las medidas anti-opa”, en *Derecho de OPAS. Estudio sistemático de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, cit., págs. 513 y ss.

ESTEVAN DE QUESADA, C. (2002), *Tomas de Control y Medidas Defensivas. La Compra de Acciones Propias como Defensa*, Cizur-menor.

FERRARINI (2006), “One Share one vote: A European Rule?”, *ECGI Woprking papers*, y http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=875620.

FERRARINI (2001/9), “Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=265429.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1999), *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Madrid.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2009), en *La Regulación de las OPAS. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 julio*, dirs. GARCÍA DE ENTERRÍA, J./ZURITA, J., Cizur-menor.

GARRIDO, J.M. (2002), “La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil”, en *Estudios F. Sánchez Calero*, III, McGraw-Hill, Madrid, págs. 2719 y sigs.

GARRIDO, J.M. (2002), “El deber de neutralidad”, en *Derecho de OPAS. Estudio sistemático de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, cit., págs. 493 y ss.

GOWER/DAVIES (2008), *Principles of Modern Company Law*, Lóndres.

HILL, J.G. (2010), “The Rising Tension between Shareholder and Director Power in the Common Law World”, *ECGI Woprking papers*

HIRTE (2003) en *Kölner Kommentar zum WpÜG*, HIRTE/VON BÜLLOW, Colonia, Berlín, Bonn, Múnich.

KRAUSE/PÖTZSCH (2005) en *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Kommentar*, dir. ASSMANN/PÖSTZSCH/SCHNEIDER, Colonia.

LARGO, R. (2009), en *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, dir. BENEYTO, J.M./LARGO, R., Barcelona.

LOSS/SELIGMAN (1995), *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston, Nueva York, Toronto, Londres.

MERKT/GÖTHEL (2006), *US – amerikanisches Gesellschaftsrecht*, Frankfurt am Main.

MIRVIS/ROWE/SAVITT (2007), “Bebchuk’s Case for Increasing Shareholder Power. An opposition”, Discussion Paper, nº 586, 05/2007, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=990057.

NOACK (2004), en *KapitalmarktrechtsKommentar*, dir. SCHWARK, Múnich, 2004.

RECALDE (1996), *Limitación estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales*, Madrid.

Reflexiones para el debate sobre las limitaciones al derecho de voto (2010), Centro de Gobierno Corporativo, Instituto de Empresa.

SÁNCHEZ CALERO, F. (2009), *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS)*, Cizur-menor.

SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A. (2003), “Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas”, *Revista Jurídica de Estudiantes UAM*, y en *Estudios Jurídicas sobre el Mercado de Valores*, Cizur-Menor, 2008, págs.. 1533 y ss., de donde se cita.

SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A. (2005), “Deber de abstención de los administradores y actuaciones a favor de la ley en ofertas públicas de adquisición”, en *Homenaje al Profesor Dr. Gonzalo Rodríguez-Mourullo*, y en *Estudios Jurídicas sobre el Mercado de Valores*, cit., págs.. 1561 y ss., de donde se cita.

SCHWENNICKE (2008) en *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Kommentar*, por GEIBEL/SÜSSMANN, Múnich.

VILLALONGA/AMIT (2006), “Benefits and Costs of Control-Enhancing Mechanisms in US Family Firms”, <http://www.rhsmith.umd.edu/seminars/pdfs/villalonga.pdf>.

WEIGMANN, (1993), «Le offerte pubbliche d’acquisto», en *Trattato delle società per azioni*, dir. COLOMBO/ PORTALE, Tomo X, 2, Torino, pp. 315 a 618.