

MANUEL ALBA FERNÁNDEZ

EL DEBER DE EJERCICIO
DE LOS DERECHOS POLÍTICOS
DEL SOCIO DE LAS SOCIEDADES
GESTORAS DE FONDOS
DE INVERSIÓN

Prólogo
Rafael Illescas

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES

2009

ÍNDICE

	<u>Pág.</u>
PRÓLOGO , <i>Rafael Illescas</i>	9
ABREVIATURAS	13
CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN Y DELIMITACIÓN DEL TEMA	17
CAPÍTULO II ANTECEDENTES, MEDIDAS PARALELAS Y FINALIDAD DEL DEBER DE ASISTENCIA Y VOTO DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE FONDOS	21
1. LA TRADICIONAL PASIVIDAD DE LOS ACCIONISTAS EN LAS GRANDES SOCIEDADES.	24
2. LA IRRUPCIÓN DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES	29
3. LAS NORMAS DE LA <i>SECURITIES EXCHANGE COMMISSION</i> Y EL <i>DEPARTMENT OF LABOR</i> DE LOS ESTADOS UNIDOS	42
4. LA RÉPLICA EUROPEA	50
A) El trayecto del voto de los inversores institucionales hasta la <i>Companies Act</i> de 2006	51
B) Medidas en la Europa continental	56

	Pág.
CAPÍTULO III. EL SIGNIFICADO DEL DEBER DE VOTAR EN RELACIÓN CON LA TIPOLOGÍA Y RAZÓN DE SER DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	59
1. IMPACTO DEL «DEBER DE VOTAR» EN LA CONFIGURACIÓN TIPOLOGICA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	64
2. LOS CONFINES DE LA «INFLUENCIA NOTABLE»	69
CAPÍTULO IV. EL EJERCICIO DE LOS DERECHOS POLÍTICOS DEL SOCIO POR PARTE DE LA SOCIEDAD GESTORA	75
1. ANÁLISIS DE LA BASE JURÍDICA PARA LA ATRIBUCIÓN DE LOS DERECHOS DEL SOCIO A LA SOCIEDAD GESTORA	76
A) Las explicaciones de la naturaleza jurídica de los fondos de inversión: ¿una cuestión pendiente de resolver?	77
B) La Sociedad Gestora como titular de los derechos políticos del socio en las sociedades participadas.	84
a) El rechazo de la condición de la Sociedad Gestora de representante de los partícipes	87
b) Las dificultades asociadas a la «representación» del fondo	95
c) La integración de la acción en el fondo y la cualificada condición de socio de la Sociedad Gestora	96
2. EXPECTATIVAS GENERADAS POR LA MEDIDA EN DISCUSIÓN	105
A) El papel que se espera de las Sociedades Gestoras de fondos en las Juntas Generales	106
B) El modelo rector de la obligación de ejercicio de los derechos políticos del socio: de la regla del «exclusivo beneficio de los partícipes» al elemento pericial.....	110
C) Reflexiones sobre el marco jurídico del activismo de la Sociedad Gestora.....	116
a) La noción de interés social en el gobierno corporativo	117
b) La defensa del interés de los partícipes y la tutela del interés social	124

	<u>Pág.</u>
3. BREVE VALORACIÓN DE LA MEDIDA Y DE SUS CONCRETOS CONTORNOS: LAS SOCIEDADES GESTORAS COMO «SOCIOS INVERSORES MINORITARIOS DE CONTROL PROFESIONALES»	132
A) Observaciones sobre la modificación del modelo de conducta rector de la prestación de las Sociedades Gestoras	134
B) Observaciones sobre el umbral de cumplimiento del deber de ejercicio de los derechos políticos del socio ...	138
BIBLIOGRAFÍA	151
1. MANUALES Y OBRAS CIENTÍFICAS	151
2. DOCUMENTOS, ESTUDIOS E INFORMES	160
3. NOTAS Y NOTICIAS DE PRENSA	161

PRÓLOGO

A Manuel ALBA, autor de este libro, lo conocí hace ya años en el marco de un proceso de selección de profesores ayudantes no doctores para el área de Derecho Mercantil de la Universidad Carlos III. Fue un conocimiento, en principio, puramente papelesco: la comisión designada por el Rectorado tenía ante sí muy variados candidatos procedentes de variadas Universidades, públicas y privadas, madrileñas por lo general. Habíamos decidido hacer un proceso muy abierto y sin ninguna reticencia proponer el nombramiento de los más capaces de entre los aspirantes a las plazas: suele ser un sistema que produce buenos resultados pero que no siempre se puede poner en práctica.

Los papeles presentados por el autor de este libro al concurso ya hicieron ver que se trataba de un buen candidato y la entrevista ulterior confirmó plenamente tal inicial impresión producida a los integrantes del comité de selección. Así resultó contratado junto con algunos otros de entre los dispares aspirantes; además lo fue sin contacto alguno previo con la Carlos III. Todos ellos forman hoy parte del profesorado estable de la Universidad en la materia.

Durante años escasa fue la relación que tuvimos. Fundamentalmente por el hecho de su decidida vocación maritimista: ella condujo a que la dirección de su tesis fuese tarea encomendada a José Luis GABALDÓN quien siempre protagonizó en el área las tareas relacionadas con el Derecho de la Navegación.

Tal situación se modificó cuando comenzaron las deliberaciones en el seno de UNCITRAL sobre el flamante Convenio sobre el Con-

trato de Transporte Internacional de Mercancías Total o Parcialmente Marítimo hecho en Nueva York en 2008. Manuel ALBA formó parte de la Delegación de España al correspondiente Grupo de Trabajo desde los comienzos de sus deliberaciones. Su trabajo en el seno de la Delegación y a lo largo de los debates me dieron una continuada oportunidad de confirmar las excelentes impresiones —hasta entonces más bien esporádicas— que de sus méritos y capacidades había obtenido con ocasión de mi participación en el comité de selección ya aludido y en el Tribunal que juzgó su tesis doctoral.

Claro que todo ello se ha circunscrito siempre al ámbito del Derecho marítimo. No en balde su tesis se había destinado al estudio del régimen jurídico del capitán del buque. Por tanto resultó para mí una sorpresa encontrarme con un excelente trabajo de su autoría sobre sociedades anónimas. Es cierto que a lo largo de los años siempre se ha insistido en que una estricta especialización en una de las parcelas del Derecho mercantil no es pertinente y que nada mejor que tratar todos o la mayoría de los aspectos de la disciplina para una mejor formación personal. Sabido es, no obstante, que tal consigna topa en abundantes ocasiones con el tradicional —pero cada vez más aminorado— particularismo marítimo, así como con la diferenciación académica que el Derecho de la Navegación tiene reconocida en muchos países de nuestro ciclo cultural.

Lo cierto es que Manuel ALBA observó la recomendación habitual. Principalmente —estoy seguro— porque el contacto con toda la asignatura en el cumplimiento de sus obligaciones docentes y el paulatino descubrimiento de la realidad de los negocios mercantiles, tan terrestres como marítimos en tan variadas operaciones y en particular en aquéllas vinculadas al tráfico internacional, le han descubierto el pleno interés por la totalidad de la materia mercantil.

Sin duda que fruto de ese interés sobrevenido es la monografía que se presenta. Conciérne el presente libro a uno de los temas identificados como capitales del Derecho de sociedades anónimas desde hace ya casi ochenta años: el eventual distanciamiento entre la propiedad y el poder en el seno de las mismas. Durante muchos años —décadas, casi siglos— se ha venido olvidando que la sociedad es un contrato, que sus partes son los socios y que éstos adquieren la propiedad mediata de aquélla mediante las acciones que reciben en pago de sus respectivas aportaciones. A los socios corresponde ejercer su derecho de propiedad sobre la compañía y lo hacen mediante la

designación de sus administradores así como la realización de los actos de administración ordinaria y extraordinaria de la sociedad, bien a través de aquéllos o mediante el recurso a la junta general. La relación entre socios y administradores nunca ha sido legal ni económicamente clara y jerárquica. En muchos países de tradición anglosajona sigue siendo hoy día una cuestión confusa y positivamente resuelta por lo general en favor de los últimos. Precisamente el contemporáneo «shareholders' activism» está haciendo que paulatinamente la situación varíe y los derechos de propiedad de los socios sean reconocidos efectivamente; no deja de resultar paradójico que en aquellos países en los que mayor énfasis se pone sobre los derechos de propiedad sea donde, en relación con las sociedades anónimas, menos se han respetado —el detrimento de los socios en favor de los administradores no accionistas por lo general—.

El panorama descrito acertadamente en 1936 por BERLE & MEANS ha sufrido ciertas variaciones con la aparición en los años de la prosperidad del cambio de milenio de un género casi desconocido de accionistas —denominados accionistas institucionales—. Su protagonismo generó la irrupción de socios no exactamente propietarios sino más bien agentes o fiduciarios de los propietarios auténticos. La aplicación a los mismos de la doctrina de los derechos de propiedad patina en el caso y resultan ser los propios institucionales quienes de modo explícito han venido renunciando sistemáticamente al ejercicio de relevantes derechos sociales de índole política: el dividendo, no obstante, lo han cobrado con puntualidad.

En este panorama y para el caso español la intervención del legislador en fecha no lejana ha venido a alterar la evolución natural de las relaciones y actuaciones obligacionales de estos accionistas institucionales. Todos ellos se han visto sometidos a la actuación obligatoria de sus derechos sociales y no sólo a la voluntaria de los económicos.

Sobre el meollo y significado —así como virtudes y vicios— de esta situación, afectada por la intervención legislativa, Manuel ALBA ofrece información, opinión y criterio. A mi parecer las páginas ofrecidas, por su profundidad y acierto, vienen ahora a acreditarlo como mercantilista sobrado. Maritimista acreditado ya lo era desde hace años.

Camino de Orense, en primavera.

Rafael ILLESCAS

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN Y DELIMITACIÓN DEL TEMA

Las normativa que en nuestro Derecho regula las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) fue hace ya algún tiempo objeto de una cierta labor de actualización y reforma parcial a través de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, sobre Instituciones de Inversión Colectiva¹, y posteriormente, y de manera más reciente, mediante el desarrollo reglamentario de dicha Ley, realizado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre². Estas normas, y en particular y como es lógico la primera de ellas, no han supuesto cambios drásticos respecto de sus homónimos precedentes³. La línea por ellas seguida ha sido interpretada como de consolidación de la normativa previa en su sustancia general, y habida cuenta de las sucesivas reformas de las que la misma había sido objeto con la finalidad, entre otras cosas, de adaptarlas a la normativa comunitaria⁴.

¹ *BOE* núm. 265, de 5 de noviembre de 2003 (en adelante LIIC).

² Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva, *BOE* núm. 267, de 8 de noviembre de 2005 (en adelante RIIC).

³ Es decir, la Ley 46/1984, de 27 de diciembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y su Reglamento, aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 17 de noviembre.

⁴ *Vid.* en este sentido A. J. TAPIA HERMIDA, «La Ley 35/2003 de instituciones de inversión colectiva. Una aproximación general a su contenido», *RDBB*, núm. 93, ene-

El trabajo que con estas líneas se inicia se centra precisamente en uno de los cambios más llamativos de entre los introducidos por la LIIC. Este cambio debe buscarse en una norma que es el resultado de un ya ciertamente prolongado debate sobre el papel de los fondos de inversión mobiliaria, y más ampliamente de los denominados inversores institucionales, en la vida y funcionamiento de las sociedades participadas, especialmente las cotizadas, y en este marco de manera particular en su gobierno corporativo. Algunos de estos términos, como quizá perciba el lector, necesitan por lo pronto de una definición, o al menos de una cierta descripción, siquiera sea a los fines del análisis que sigue, definiciones o descripciones que de todos modos preferimos aplazar por el momento. En lo que se refiere a la norma que trataremos de analizar, en ella confluyen, además de los temas mencionados, otros que han ido surgiendo al hilo y a raíz de los mismos y que se refieren de manera concreta a la actividad que se espera de los inversores institucionales, y entre ellos de los fondos de inversión, respecto, no de las sociedades participadas, sino más bien de los usuarios de sus servicios, los partícipes.

La norma en cuestión se halla ubicada en el art. 46 LIIC, en el cual se recogen las obligaciones de las Sociedades Gestoras de IIC (SG). En el apartado 1.*d*) se establece concretamente el deber las SGs de fondos de inversión financieros de ejercitar los derechos asociados a los valores que formen parte del fondo, y en particular los derechos de asistencia y voto en la Junta General, en exclusivo beneficio de los partícipes. Sin perjuicio de la puntualización que se acaba de transcribir, el precepto alude inicial y literalmente a «todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo». Con esta expresión la LIIC se refiere a los derechos comúnmente calificados como políticos o administrativos, es decir, además de a los derechos de asistencia y voto, al derecho de información del socio⁵. En las páginas que siguen

ro-marzo 2004, pp. 177-179. Con todo, la LIIC ha servido de cauce también para la adaptación de la normativa a otras Directivas pendientes de transposición: la Directiva 2001/107/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo reguladora de los OICVM, con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados, y la Directiva 2001/108/CEE del Parlamento Europeo y del Consejo, también de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 85/611/CEE en lo referente a las inversiones que pueden realizar los Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios.

⁵ Como se sabe, en nuestra dogmática los derechos del socio suelen clasificarse por razón de su objeto y contenido en políticos o administrativos, económicos y mix-

nos centraremos precisamente en la que parece constituirse en la obligación de la SG de votar en la Junta de la sociedad participada, y sin embargo a partir del mismo, y dada su relación de accesoriidad con él⁶, creemos se puede (y debe) determinar el contenido y la extensión del deber de ejercicio de los dos restantes, el derecho de asistencia y el derecho de información. Dados los objetivos que, tal como veremos más adelante, pretenden cubrirse con el establecimiento de este deber, en el art. 46.1.d) LIIC se impone asimismo a las SGs la necesidad de informar a los partícipes de los fondos gestionados sobre la política aplicada en el ejercicio de todos los derechos aludidos. El alcance de este no menos importante deber⁷, como puede verse, queda más claramente limitado a las relaciones entre los partícipes en el fondo y las SGs.

El artículo citado en su momento se limitó a marcar, como pauta principal para la delimitación del contenido del deber que enuncia, la necesidad de ejercitar tales derechos en interés de los partícipes en los fondos gestionados, dejando al desarrollo reglamentario la concreción de los supuestos en los que tal ejercicio sería obligatorio, de acuerdo con «la relevancia cuantitativa y el carácter estable de la participación». Este desarrollo reglamentario debe buscarse en el art. 81 RIIC, en el que se precisan los extremos señalados y alguno más, al aclararse que existirá dicha obligación cuando la sociedad participada se trate de una sociedad española, y cuando la participación agregada de todos los fondos gestionados por la SG en ella tenga una antigüedad de más de 12 meses y la misma represente como mínimo el 1 por 100 del capital de la sociedad.

tos (o mixto, el derecho de suscripción preferente de acciones o asunción preferente de participaciones). A pesar de sus términos, y sin perjuicio de que la obligación de gestión del fondo de la SG exija el ejercicio de otros derechos derivados de los valores en que se invierta, entendemos que la redacción del art. 46.1.d) LIIC se refiere en concreto a la primera de las categorías, lo que resulta, por una parte, de su segundo párrafo, y por otra, del art. 81.1.i) RIIC, en ambos de los cuales se concretan éste y otros deberes por referencia al ejercicio de «los derechos políticos» inherentes a los valores.

⁶ *Vid.*, por todos, A. SÁNCHEZ ANDRÉS, «La acción y los derechos del accionista (arts. 47-50 LSA)», en AAVV, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Rodrigo URÍA, Aurelio MENÉNDEZ, Manuel OLIVENCIA (dirs.), t. IV, vol. 1.º, Madrid, Civitas, 1994, p. 138.

⁷ Que de hecho la exposición de motivos resalta como novedad principal y más relevante en este punto (*vid.* EM de la LIIC, apartado V).