

Sobre la misión y evolución reciente de las asociaciones de accionistas de sociedades cotizadas

Autor: Javier Wenceslao Ibáñez Jiménez
Profesor Propio. Universidad Pontificia Comillas
Patrono de la Fundación José de la Vega-DIEM

Resumen

Este trabajo pone de relieve los principales factores incidentes sobre el auge y desarrollo en España de las asociaciones de accionistas como pieza señera, no societaria, del *activismo* accionarial. Se trata escuetamente de la regulación, marco económico y competitivo y requisitos de eficacia de estas asociaciones, como factores clave para solventar los obstáculos que su práctica presenta. Y asimismo, sobre la historia y expectativas, en el contexto europeo comparado, de las asociaciones generalistas de accionistas como ACCIONIS o AEMEC.

Palabras clave: Asociaciones de accionistas, Activismo accionarial, Asociaciones de accionistas, buenas prácticas de gobierno corporativo, CNMV, registros administrativos, asociacionismo accionarial europeo.

Abstract

This working paper emphasizes the main factors contributing to the rise and implementation of Spanish shareholder associations, as a crucial organized non-societal vehicle for shareholder activism. Legal regime, economic structure, competition framework and efficiency requirements are briefly treated as part of the key factors in the success of shareholder associations. It is also discussed if second level, two-tiered or consumer associations, amongst other legal forms, are adequate to solve major problems posed in practice. Evolution and perspectives of Spanish general shareholder associations like ACCIONIS or AEMEC in the comparative context of EU securities markets are also spoken about.

Key words: Shareholder associations, Shareholder activism, consumer associations, Spanish Securities Exchange Commission, Administrative registration, European shareholder associations, Corporate governance best practices.

I. La razón de ser de las asociaciones de accionistas

El llamado *asociacionismo accionarial*, fenómeno relativamente reciente en España, es producto de la acción voluntaria, en interés privado, de los propietarios del llamado *capital flotante o disperso* en Bolsa, es decir, de los socios de las empresas cotizadas con participación no estable o ajena al control de las decisiones corporativas. Generalmente vinculadas las asociaciones a la producción y falta de resolución satisfactoria de conflictos entre grupos de interés social, y por lo general entre el capital estable y las fracciones diversas del capital que representan participaciones flotantes, han sido, por su función en el mercado de valores, calificadas como mecanismos directamente articulados con el propósito de reforzar la confianza de los ahorradores, reforzando de paso el gobierno corporativo al suponer un sustancial incremento de la vigilancia de gestión que, por principio, es función atribuida al propio órgano gubernativo empresarial, el consejo de administración cuando se trata de las sociedades cotizadas.

El tradicional y comprensible desinterés del accionariado disperso o ajeno al control societario, impropiaamente llamado “minoritario” en ocasiones (toda participación, aun de control, es minoritaria, salvo si compone la mayoría del capital, de los derechos de voto en junta o de control del nombramiento de la mayoría de los administradores) ha encontrado en el asociacionismo accionarial un incipiente antídoto que patrocina y estimula la participación en la vida societaria.

No puede sorprender que el desinterés del inversor haya venido estando racionalmente justificado. Éste, trabado por el solipsismo del consejo y aislado del emisor tras su adquisición bursátil, halla incentivos para ejercitar sólo sus derechos económicos (dividendo, conversión, suscripción preferente). No así los políticos (asisten-

cia y voto en junta, información sobre la gestión, delegación o representación para la junta), cuyo ejercicio viene desalentado por el escaso o nulo poder decisorio del socio en el propio organismo representativo de su voluntad, la junta general. Escasez a su vez tributaria de la condición ancilar de sus participaciones en capital, y de la enorme distancia (física y metafísica) que media habitualmente entre ahorradores y gestores societarios. Ciertamente es, asimismo, que el asociacionismo es remedio emergente aún, pues aunque hoy, merced al empleo de las herramientas de comunicación telemática, aquella distancia se estrecha, continúa siendo muy apreciable. Pese a que los accionistas pueden por *e-mail* conectarse fácil y rápidamente, no sólo con los centros de decisión corporativa, sino entre sí, intercambiando opinión de forma organizada (entre otros cauces a través de los sistemas previstos por las asociaciones de socios), los cauces nuevos que brinda la ciber-comunicación son todavía parcamente empleados para la participación política del accionariado, no sólo debido al raquitismo cultural jurídico-financiero padecido por el grueso de los inversores, sino además a la escasa difusión dada todavía en el mercado a los canales de participación que brinda el asociacionismo accionarial.

La situación descrita puede cambiar, y de hecho ha iniciado cambios ya, merced a la concurrencia de tres factores: Uno, la generalización del uso de Internet y del correo electrónico, lo que facilita la comunicación entre accionistas diseminados geográficamente; otro, la creciente sensibilización del público ahorrador a raíz de la proliferación de escándalos bursátiles, lo que se traduce en una mayor renuencia a aceptar de modo conformista las cuentas e informes presentados por la dirección; y un tercero, bien enlazable con el precedente, la reacción del propio legislador frente a los escándalos que crearon mayor alarma social, traducida en un sensible incremento de la transparencia corporativa exigida a los emisores y a sus equipos dirigentes, tanto por las normas societarias como por las del mercado de capitales.

Ahora bien: El propio asociacionismo, que halla su raíz en una suerte de renovada *affectio societatis*, reconducida por la vía de la constitución de personas privadas de carácter asociativo (art. 35 CC y legislación sobre asociaciones), se topa de raíz con la dificultad que le imponen sus orígenes. Se trata de un movimiento en gran medida impulsado por el estallido de conflictos corporativos, unos larvados y otros engendrados a marchas forzadas. Conflictos que son raíz y, sorpresivamente, lastre del propio asociacionismo, así en la racionalidad de sus planteamientos, teñidos a veces de radicalidad reivindicatoria, como en su pacífica inserción social. No vanamente las asociaciones de accionistas han sido contempladas por el común de la industria financiera, acuciada y no pocas veces influida negativamente por la opinión de algunos magnates corporativos, con suspicacia y recelo. Quienes podrían verse perjudicados por su auge han procurado un discreto aislamiento, cuando no la postergación informativa o las descalificaciones mediáticas, vertidas para limar su credibilidad como movimientos ciudadanos cívicamente *correctos*. Y no puede ser de otra forma, cuando el enfrentamiento entre gestores e inversores asociados viene a

los tribunales, y la distancia que media entre sus posturas respectivas alcanza hasta lo irreconciliable: Los primeros ven en los segundos una importante fuente de costes adicionales de gestión, un elemento impeditivo de su libertad de acción, y hasta el posible ocaso de su monopolio en el control de las estrategias corporativas (o, dicho de otro modo, el hito primero del *iter* conducente a *dilución cultural* de la magna administración societaria). En tanto que los asociados contemplan a los primeros, cuando deciden asociarse, como el paradigma de la ineficacia, el origen de la maquinación que les indujo a invertir, y la causa eficiente de la ruina misma de su inversión.

Seguramente, todos los grupos de interés en conflicto poseen parte de razón y, a un tiempo, adolecen de error en su planteamiento. Sea como fuere la proporción entre acierto y yerro en cada caso, lo cierto es que la demanda social generada en España en los últimos años ha adquirido proporciones tales que hacen urgente otorgar carta de naturaleza legal a un fenómeno que parece ya irreversible. Así lo pone de manifiesto la constitución de asociaciones de ámbito *general*, para todo el mercado de valores; se trata de nuevas agrupaciones (que en sí son también asociaciones) de las propias asociaciones de socios minoritarios, que desean hacer extensible su radio de acción asociativa a todas las empresas cotizadas españolas: AEMEC (Asociación Española de Minoritarios de Empresas Cotizadas) y ACCIONIS.com (Unión de Asociaciones de Minoritarios). Revisten ambas forma jurídica asociativa, pero carecen para actuar de un marco normativo cierto que, limitando sus posibles excesos, reconduzca el movimiento accionarial en pos de la excelencia del mercado y de la eficiente asignación de recursos financieros, en el marco de las mejores prácticas de gobierno societario. La finalidad de estas asociaciones generales no puede ser otra que tutelar a los accionistas dispersos o minorías de pequeños inversores desligados de los agentes corporativos, siempre a condición de que *no atenten contra el interés social o corporativo tutelado por la Ley, sino que, antes bien, sean instrumento eficaz para su prosecución y obtención*.

Por consiguiente, su *ratio essendi* no es sino la excelencia del gobierno corporativo: Allí donde éste se muestre incapaz de promover el interés social, las asociaciones de minoritarios han de servir de contrapeso, coadyuvando en la propia misión que los códigos corporativos y códigos modelo de buen gobierno encomiendan a determinados administradores o grupos de consejeros (así, el Vicepresidente, cuando deba limitar el poder presidencial; el Secretario, al informar y moderar las sesiones; los independientes, cuando han de revisar actos de los ejecutivos; las comisiones delegadas del Consejo, cuando deban moderar en su ámbito respectivo confrontaciones entre consejeros o sus representados, y, en particular, la comisión de *compliance* o buen gobierno, de claro alcance funcional supervisor, como el *consejo de control* que instaura en España la Ley 19/2005), a saber y en síntesis: Reconducir la completa actividad del órgano de administración hacia el fin de crear valor. A esta misión puede y debe contribuir el asociacionismo accionarial, cuando los consejos no logren, por distintas razones, encauzar la gestión y su control hacia ese objetivo último.

Acaso sea cierto que la *consolidación* de las asociaciones como medio de comunicación estable de los minoritarios con los gestores corporativos exija regular un nuevo tipo especial asociativo, el de las *asociaciones de accionistas minoritarios*, las cuales, en general, vienen circunscribiendo su objeto a la protección de dichos accionistas. Ahora bien, el hecho de que limiten el objeto asociativo a la tutela de la inversión de sus asociados, aun siendo consustancial con la aspiración económica de los asociados, y oportuno para consolidarlas en el mercado de valores y darles relevancia y reconocimiento formal ante otros grupos de interés, no supone, ciertamente, que esa sea, ni que deba ser, su función última. Naturalmente que los asociados aspiran a tutelar su interés financiero propio. Pero, con vistas a su pervivencia a lo largo del tiempo, han de aspirar simultáneamente a algo más: A la convergencia plena, en *cada circunstancia societaria*, singularmente cuando sea conflictiva, de ese interés propio, el crecimiento del valor de la acción, con el interés corporativo central o nuclear del resto de los accionistas, que no es ni puede ser otro alguno; como no es otro distinto, o no debe serlo, el del administrador leal¹.

Y es que, a la postre, todos los intereses corporativos deben quedar alineados. De no ser así (no por coyuntura, sino de modo estructural y permanente) o bien unos, o bien los otros, yerran en su propósito constructivo del interés accionarial justificativo de su existir. Pues sólo se reconoce la creación de valor como objetivo empresarial universalmente digno de tutela (orillamos ahora el problema de la responsabilidad social corporativa, orientada además a que el valor sea socialmente sostenible, o no destructivo para la sociedad en su conjunto; idea que, por su arraigo actual en la sociedad civil, no puede considerarse desligada en absoluto del fenómeno asociativo accionarial²).

El aserto anterior deberá considerarse axiomático salvo que coexistan alternativas maximizadoras de valor, lo cual, aunque teóricamente posible, no es factible ni constituye supuesto general sino excepción, en la medida en que sea cierto el postulado de la Economía Financiera de que, entre dos decisiones de inversión, como

¹ Cf. FRIEDMAN, M., "The social responsibility of business is to increase profits", *The New York Times Magazine*, 13.09.1970, 122-126; GÓMEZ-BEZARES, F. / SANTIBÁÑEZ, J., "Cálculo y gestión del valor de la empresa", *Boletín de Estudios Económicos*, 1997, diciembre: 429-455; SALAS FUMÁS, V., "Los deberes de los administradores en el buen gobierno", *Análisis Financiero* 90 (2003): 11-20; IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W., "Transparencia y eficiencia en el mercado de capitales, finanzas sociales y análisis de mercados", en J. W. IBÁÑEZ JIMÉNEZ (Dir.), *Responsabilidad social de la empresa, finanzas sociales y análisis de mercados*, Madrid: Akal, 2004, 9-16; ÍD., "La responsabilidad social de la empresa cotizada y la creación de valor" en *Responsabilidad social*, cit., 115-134; GÓMEZ-BEZARES, F., "Paradigma social y objetivos empresariales", en IBÁÑEZ, J.W. / PARTAL, A. / GÓMEZ, P. (Coords.), *El paradigma de la ética económica y financiera*, Madrid: Marcial Pons, 2006, 129-150.

² Especialmente en Francia, donde algunos estatutos de las asociaciones accionariales identifican la inversión estable en empresas responsables socialmente como medio de acción idóneo para lograr un objeto asociativo identificado con el "desarrollo sostenible". Así, la toma de participación en sociedades "que tengan un ligamen directo o indirecto con la noción de desarrollo sostenible" (art. 3 de los Estatutos de la *Association des Adhérents au Développement Durable (2A2D)*) habría de potenciar un desarrollo "duradero", esto es, orientado a "incrementar el bienestar sin destruir el entorno natural" (art. 2, *ibid.*).

entre dos decisiones de gestión, sólo una rinde un beneficio corporativo máximo. Sólo hay, *prima facie*, un máximo posible de valor patrimonial, y a su obtención han de contribuir las fuerzas societarias vivas; todas ellas, sin excepción³. Naturalmente, a encontrar y a apoyar esa decisión óptima deben contribuir, en la medida de sus posibilidades, también los accionistas minoritarios, que es una clase de *stakeholder* perfecta y plenamente legitimado al efecto; nada menos, que con la propiedad de títulos-valor y sus correspondientes derechos incorporados de crédito sobre el patrimonio de la empresa. Y más, si cabe, cuando este grupo de interés soporta fallos de mercado provenientes de actuaciones ineficientes, sean o no intencionadas, de los administradores, especialmente cuando éstos promueven intereses de socios de control incompatibles con el interés social⁴.

II. Forma legal y estructura eficiente de las asociaciones de accionistas

Las asociaciones de accionistas son, consustancialmente, personas jurídicas de interés privado. El artículo 22 de nuestra Constitución ampara un derecho de asociación, de honda raigambre en la historia del constitucionalismo español, que, a la par que expresión de la autonomía de la voluntad (art. 35 del C. civil), compone un fenómeno con repercusión sociológica y política clave para la intelección del entramado de nuestra sociedad civil, como reconoce la Exposición de Motivos de la Ley Orgánica que regula el derecho de asociación (1/2002, de 22 de marzo, BOE 73, de 26 de marzo, que derogó la 191/1964, de 24 de diciembre, reguladora de las asociaciones).

³ *Per omnia*, MASCAREÑAS, J., *Fusiones y adquisiciones*, 4ª ed., Madrid: McGraw Hill, 2005, 1-7, asegurando que hay un único "máximo valor posible" como objetivo más "completo" y "equitativo" de la empresa.

⁴ La empresa se resiente, y con ella todos los interesados, "cuando la dirección fracasa en la creación de valor para el accionista" (A. RAPPAPORT, *La creación de valor para el accionista*, Deusto, Bilbao 1998, 28), especialmente si el fracaso obedece a "los comportamientos ilegales o los poco éticos" (MASCAREÑAS, *Corporate Ethics and Financial Markets* (2002), en www.ecsanet.org/ecsaworld6/contributions.htm) o a "la inmoderación en el afán de tener" que lleva a actuar "burlando el espíritu de la ley" (MELÉ, D., "¿Cómo se originan los escándalos financieros?", en IBÁÑEZ JIMÉNEZ *et al.* (Coords.), *El paradigma de la ética económica y financiera*, Madrid: Marcial Pons, 2006, 68; cf. GELLERMAN, S.W., "Why 'good' managers make bad ethical choices", *Harvard Business Review* 68 (1984): 85-90). De ahí la necesidad específica de tutelar el asociacionismo de minoritarios, y no de socios de control, por más que algunos gestores (así, DEL VALLE, J.L., en carta de 27.02.2006 dirigida a M.CONTHE GUTIÉRREZ por ACS, S.A., y publicada por la CNMV en "Comentarios al Proyecto de Código Unificado", www.cnmv.es/cnmvdiadecetes/listado.pdf) vean "riesgos" (sin duda, los hay para su interés privado) en "favorecer el asociacionismo de pequeños accionistas", aduciendo que ello traería "discriminación de los accionistas importantes de las sociedades cotizadas, que son los que dan estabilidad a la gestión social en beneficio de la sociedad y de todos los accionistas". A esto hay que objetar, primero, que hoy es más estable, globalmente, el accionariado minoritario disperso en fondos colectivos (sobre todo, de pensiones) que el propio accionariado de control, inmerso en frecuentes disputas por procesos de ofertas y fusiones; segundo, que este accionariado de referencia, como es natural, no necesita tutela, porque es el que nombra a los administradores. Sí la requiere en cambio el accionariado minoritario, cuando éstos no procuren el interés social. Y tercero: como es obvio, mal puede un movimiento civil privado discriminar, cuando la Constitución y las leyes consagran el derecho de asociación (también para otros accionistas); tampoco puede discriminar, entonces, la tutela o el fomento administrativo de un régimen asociativo sometido a *imperium legis*.

El asociacionismo accionarial, en concreto, no está reglado como otras fórmulas asociativas privadas de contenido religioso, empresarial, deportivo o profesional; pero, dada la nueva extensión del fenómeno, debe pensarse que las asociaciones de accionistas aspiran a un reconocimiento oficial específico, allende el marco general que proporciona la Ley Orgánica precitada⁵.

Considerando que, de un lado, la promoción del interés de los accionistas minoritarios revierte en el mercado de capitales considerado en su conjunto, y de otro lado, que el movimiento asociativo accionarial arranca históricamente de casos de corrupción de los gestores societarios o de escándalos financieros (no necesariamente bursátiles, aunque éstos han tenido mayor repercusión en el ámbito financiero y mediático y, a la postre, en las pertinentes reformas legislativas en los países más desarrollados de nuestro entorno), cabe preguntarse:

1. En qué medida deben los poderes públicos involucrarse en el reconocimiento de asociaciones accionariales, haciendo compatible el principio de autonomía de la voluntad con el interés general en la regulación, normalización y eventual limitación de tales cauces asociativos, sin injerencia en su libertad de funcionamiento interno (cf. E. de M. de la LO, par. I, inciso séptimo). Entendemos que el Estado debe tutelar y amparar a estas asociaciones, no sólo por un motivo genérico, el de ser expresión viva de la libertad constitucional de asociación, sino además por una razón específica; su capacidad, ya probada en el caso español suficientemente durante los últimos ejercicios económicos, para mejorar la eficiencia del mercado y, promoviendo la evolución del movimiento de buen gobierno societario y las reformas legislativas pertinentes, contribuir eficazmente a consolidar un ejercicio transparente de los derechos económicos y políticos de todos los socios propietarios de acciones cotizadas⁶.

⁵ En Francia el marco general es similar (*Ley de Asociaciones de Derecho privado* de 1901), y las asociaciones de accionistas siguen usándolo, independientemente de la adscripción a registros públicos de carácter administrativo. Así, la ADACTE fue creada en agosto de 1995 por accionistas de EUROTUNNEL, concesionaria de autopistas, y la Administración declaró por *Journel Officiel* nº 1687 (25.10.1995) su legalidad y su viabilidad como asociación escindida de la primitiva *Association pour l'Action Eurotunnel*, cuyos asociados pusieron en entredicho por su pasividad, en especial desde la cooptación de su presidente al Consejo de EUROTUNNEL, circunstancia que agravó el conflicto de la dirección con la minoría. La nueva ADACTE, en diálogo constante con la AMF (supervisor galo) y con el Parlamento francés, intentan prolongar la concesión administrativa, depurar responsabilidades de los Estados francés y británico por permitir que el servicio público concedido lo financiaran accionistas privados, y que los bancos de referencia renuncien a créditos contra la sociedad (hasta el valor de las pérdidas sufridas por los accionistas fundadores de EUROTUNNEL) y permitan a su vez implantar el plan de saneamiento para la sociedad que ADACTE ha diseñado como alternativa al de estos bancos, ampliamente representados en el consejo; al inicio de 2004 contaba la sociedad con más de un millón de socios minoritarios (905 franceses y 10% ingleses) dueños del 65% del capital (43% al inicio de 2003).

⁶ Conformes, ADICAE: "Alegaciones al Proyecto de Código Unificado de Recomendaciones sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas", en *Comentarios al Proyecto, cit., sub "Asociación de Usuarios de Bancos, Cajas y Seguros"*, 4 y 16, resaltando el papel juzgador de la CNMV, órgano registrador, sobre la "experiencia y méritos en la defensa, formación e información de pequeños inversores"; AEMEC: "Alegaciones que presenta

2. Si las asociaciones de accionistas deben o no constituirse, en particular, como asociaciones de consumidores y usuarios⁷ (los socios, en cuanto usuarios de servicios de inversión del mercado de valores cuando compran sus acciones), considerando, en particular, que su finalidad última es tutelar, mediante un intercambio óptimo de información con los emisores, a sus accionistas minoritarios, en cuanto consumidores de productos financieros (compradores de acciones) y, a la par, usuarios de servicios financieros (*brokerage* o mandato bursátil, depósito de acciones, gestión individual o colectiva de carteras, asesoría de inversión...). Entendemos que debe dejarse libertad en el modo de constitución a las asociaciones, siendo legalmente factible, por lo demás, un sistema dualista donde convivan asociaciones de accionistas catalogadas como asociaciones de consumidores, con otras asociaciones de accionistas de Derecho común. En todo caso, atendiendo a su finalidad última unitaria, que es la tutela eficiente de sus socios asociados, la CNMV, caso de reconocerlas legalmente, podría crear un Registro de Asociaciones de Accionistas único, donde tendrían cabida unas y otras, conjuntamente o en secciones registrales distintas.
3. Si dichas asociaciones pueden y si, en su caso, deben considerarse “de utilidad pública” en el sentido del art. 32 de la Ley Orgánica 1/2002. Que pueden tener cabida en el precepto no parece dudoso, siempre que cubran los requisitos legales de inscripción registral (art. 32.1.e), adecuación de medios (32.1.d), financiación privada (32.1.c), no exclusión de terceros (32.1.b) y promoción del interés general (32.1.a). Respecto a esto último, conviene resaltar que las asociaciones de minoritarios no sólo promueven genéricamente los valores constitucionales de justicia, igualdad y libertad, sino que además específicamente propician “la igualdad de oportunidades” en la medida en que son útiles para resolver el conflicto de agencia en las sociedades cotizadas, a la par que son útiles para la “defensa de los consumidores y usuarios” de servicios de inversión y atienden a personas, como los minoritarios, que bajo determinadas fórmulas de gobierno corporativo corren el riesgo de padecer “exclusión por razones...económicas” (así, al margen del riesgo de inoperante ejercicio de los derechos políticos, el riesgo de apartamiento voluntario por la mayoría o *squeeze out* sobre la minoría, que bajo determinados supuestos puede constituir abuso de derecho).
4. Si sería conveniente y eficiente constituir Consejos Sectoriales de Asociaciones de minoritarios ex art. 42 de la precitada Ley Orgánica, integrados por representantes de la CNMV y de las propias asociaciones o uniones de asociaciones, a fin de asegurar la colaboración entre las Administraciones, los usuarios de servicios de

la Asociación Española de Accionistas Minoritarios de Empresas Cotizadas al Proyecto de Código Unificado de Recomendaciones sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas”, en *Comentarios, cit., sub* “Asociación Española de Accionistas Minoritarios de Empresas Cotizadas”, 8 y 15.

⁷ A favor, FERNÁNDEZ PÉREZ, N., *La protección jurídica del accionista inversor*, Elcano (Navarra), 2000: 471 y 472; ZUNZUNEGUI, E., *Las asociaciones de accionistas*, informe inédito presentado a la CNMV, Madrid 2005.

inversión y los administradores de las sociedades en una materia tan delicada y crucial para el buen funcionamiento del mercado como ésta. Si bien la tutela jurídico-societaria sigue siendo la idónea para la defensa de los derechos individuales de los accionistas, la tutela *colectiva* que pueden brindar a los inversores las asociaciones debidamente inscritas en un nuevo marco de reconocimiento público podría reforzarse a través de un Consejo Sectorial capaz de solventar eventuales conflictos *entre asociaciones o sus confederaciones*, de un lado; de otro, entre accionistas asociados y *no asociados*⁸. Para reducir esta última fuente de conflictos bastaría exigir que las asociaciones o confederaciones de asociaciones de minoritarios declarasen expresamente en sus estatutos (y efectivamente cumplieren esa declaración) no excluir a accionistas no asociados; aún más, incluirlos expresamente a la hora de la defensa colectiva de los intereses del accionariado minoritario (p.e., en caso de ejercicio de acciones de responsabilidad frente a los administradores), cubriendo óptimamente el requisito de inclusión de beneficiarios previsto en el art. 32.1.b de la Ley Orgánica).

II.1. Funcionamiento y eficiencia de las asociaciones de accionistas

Las asociaciones accionariales o de (socios) accionistas son personas jurídicas de forma jurídica asociativa, cuyos asociados son propietarios de acciones cotizadas en proporción no de control ni significativa (en el sentido del art. 53 LMV y Decreto 377/1991, de 15 de marzo), relevante o de referencia para el mercado de valores, y más en concreto, para el denominado *mercado de control*, donde los socios buscan votos o alianzas para ejercer derechos políticos de socio, con el propósito de influir en las decisiones adoptadas por los órganos sociales.

Consiguientemente, quienes se asocian son necesariamente accionistas que, ajenos a las decisiones del órgano de gobierno o administración de la sociedad cotizada, y habitualmente imposibilitados, por el fenómeno de dispersión bursátil del capital, para influir en las decisiones adoptadas por la junta general, persiguen la defensa de sus intereses propios (los del accionariado minoritario *proprio sensu*, o accionariado minoritario desvinculado o desligado a priori del poder político societario ejercido por el órgano de administración).

En orden al eficiente cumplimiento de sus fines, y en particular el de promover el interés social, desmontando y resolviendo conflictos de interés entre los asociados y los agentes o mandatarios corporativos, las asociaciones de accionistas deben organizarse internamente de modo que:

- a) Su estructura y funcionamiento promuevan el más pleno y eficaz entendimiento con directivos y administradores de las sociedades cotizadas cuyos valores nego-

⁸ Conforme, F. ZUNZUNEGUI, en su informe precitado.

ciables son objeto de su inversión. Particularmente, en materias tan sensibles como la comunicación con el accionariado, la mejora de los sistemas de ejercicio de los derechos de voto y representación en junta general de accionistas, o la mejora de la transparencia sobre criterios de retribución a los dirigentes⁹.

- b) La defensa del interés corporativo, útil a todo el accionariado, sea posible y compatible con la simultánea defensa de los intereses del propio accionariado asociado. Juega aquí la regla de exclusión: si hay divergencia entre el interés social y el de la asociación, o bien ésta debe rectificar su actuación para lograr la convergencia, o bien debe ratificarse y patrocinar su posición como representativa del interés social, mostrando públicamente la medida en que éste no se compadece con el de los gestores o con los de grupos de interés con los que se confronta la asociación.
- c) Se prevean los cauces organizativos internos adecuados para exhibir los grados o niveles de compatibilidad o convergencia (en su caso, divergencia) precitados, particularmente entre el interés social y el de los asociados.

Una importante cuestión se ha suscitado en los últimos tiempos acerca de la forma eficiente de estas asociaciones especiales, a saber, la relativa a su sistema óptimo de reconocimiento administrativo y publicidad de actuación. Parece obvio, para mejor proveer al cumplimiento de sus fines y servir así mejor a la defensa de los socios, en aras del interés social, el cauce de la provisión administrativa de su *registro oficial*.

La justificación normativa de un registro especial de asociaciones de accionistas dimana de lo dispuesto en el artículo 92 LMV, sede óptima y única posible para contextualizar correctamente el control público de las asociaciones en el ordenamiento español vigente. Esta solución encuentra apoyo en la propia naturaleza de este fenómeno asociativo como expresión de un interés común o de clase, distinto o contrapuesto por su sustancia, pero de categoría o especie equivalente, al que representan “los titulares de participaciones significativas previstas en el artículo 53” (art. 92.h LMV), grupo de *stakeholders* cuya unidad de fines en el mercado de control justifica, a los ojos de nuestro legislador, la constitución de un registro especial bajo supervisión de la CNMV.

⁹ El 14 de febrero de 2006, Viviane NEITER, copresidente de APAI (*Association pour la Promotion de l'actionnariat individuel*) insistía sobre la importancia de evitar que el ejercicio en junta del derecho de voto siga siendo para el socio un “auténtico recorrido de combatiente”; para superar el problema, proponía instaurar un “foro permanente entre los accionistas, las sociedades y los bancos” depositarios, convocado por la asociación. En cuanto al control de retribuciones de consejeros, propugnaba la transparencia sobre los “criterios de atribución de los *bonus*” y otras remuneraciones variables, evitando que éstas las cobren consejeros que suelen hurtar a la junta todo debate sobre sus particulares “estrategias de financiación y endeudamiento” empresarial, evitando así el control racional de los socios sobre su *performance* (*Compte rendu de la table ronde d'INVESTIR du 14 janvier 2006. Propositions pour mieux protéger les actionnaires*, www.apai.fr).

En el caso de las participaciones significativas, el registro de sus titulares pretende la vigilancia registral de la composición del accionariado de control, de modo que los inversores y el público en general puedan enjuiciar el estado actual de las operaciones en el mercado de control corporativo, y conocer la composición exacta del capital de referencia o significativo. Se trata de un registro *necesario*. En el caso de las asociaciones de minoritarios, su reconocimiento oficial como asociaciones de accionistas por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, precisamente utilizando la vía de su *potestativa o facultativa* incorporación a un registro público de nueva creación, permitirá acreditar la representatividad, operatividad y seriedad de fines de aquellas que acrediten cumplir los requisitos de permanencia y representatividad que se determinen reglamentariamente. Por ejemplo: acreditar una antigüedad mínima de su previa inscripción en el Registro Nacional de Asociaciones, o presentar presupuestos y planes de actividad de los ejercicios pasados, antes de acceder al Registro especial de la CNMV; acreditar un número mínimo de asociados, legitimados *ex art. 12 LMV*; exigir que éstos, y en particular los dirigentes de la asociación, no figuren entre los socios de referencia o personas vinculadas a éstos o a consejeros, y además que cumplan determinadas autonormas de conducta en los mercados...

Marginal a las asociaciones del sistema registral público gestionado por la CNMV supondría, ciertamente, perder la oportunidad de aprovechar un mecanismo de publicidad del asociacionismo accionario eficiente en cuanto aprovecha la iniciativa espontánea del accionariado y genera coste mínimo para el propio supervisor, facilitando de paso una alternativa adicional de articulación, singularmente valiosa, para encaminar la gestión de las sociedades cotizadas hacia su óptimo gobierno corporativo. Que es tanto como decir, hacia el óptimo funcionamiento del mercado donde emiten sus títulos las propias cotizadas.

La anterior aseveración se sustenta sobre la constatación empírica de que, una vez acreditada registralmente la regularidad de propósito y funcionamiento de las asociaciones, la propia dinámica espontánea de organización y de funcionamiento viene favoreciendo un cierto retorno a la *affectio societatis*, inducida por la necesidad de conservar el patrimonio. Así, la *affectio pecuniae* caracterizadora de la participación económica del accionista se torna en un renovado interés por participar en la vida social. Interés que desenvuelven los órganos de gobierno de la asociación acotando el ámbito eficiente de actuación del accionariado disperso, con miras a una eficaz supervisión última y adicional del accionista, comitente-copropietario, sobre sus comisionistas gestores, los consejeros.

Esa supervisión adicional de la propiedad sobre la gestión se obtiene por vía del asociacionismo en la medida en que la participación del accionariado en la vida de las asociaciones crea sinergias que redundan en un más consciente y eficaz ejercicio de los derechos políticos del minoritario. Ejercicio llamado, ciertamente, a transformar en algunos aspectos la dinámica habitual de poder decisorio que adoptan los

socios de control y, de paso, de quienes, como gestores o administradores, les representen. Advuértase cómo, por esa razón, determinadas suspicacias y reservas están siendo alimentadas en los medios de comunicación a lo largo de los últimos años frente al movimiento asociativo. Parece claro que los administradores han de contemplar con desconfianza, cuando no con abierta oposición, a quienes, por representar al accionariado disperso, están llamados a servir como contrapeso estratégico de la gestión del consejo, encarnada principalmente en consejeros *vinculados o dependientes*, ya sean dominicales, ya ejecutivos. Debe tenerse presente que la vigilancia de éstos por parte de las asociaciones de accionistas se ha redoblado, como es bien conocido en la práctica de nuestros mercados, en los últimos tiempos, especialmente cuando han trascendido públicamente conflictos de intereses con origen en una administración perjudicial para la inversión de amplios colectivos de minoritarios, independientemente del eventual carácter negligente o desleal que pudiera encontrarse detrás de las decisiones corporativas o estratégicas adoptadas por determinados consejeros.

Vista la alta conflictividad societaria interna que engendra, por su propia irrupción novedosa, la existencia misma de las asociaciones creadas *desde la base*, esto es, por intervención espontánea de accionistas descontentos de la gestión social, resulta imprescindible reconducir la denominada *revolución del accionariado* hacia cauces de eficiencia y racionalidad. Eso supone la apertura del diálogo permanente del socio con la gestión, encauzado rectamente por los órganos rectores de las asociaciones, los cuales han de procurar en todo momento maximizar el valor de las acciones, y de paso, aprovechar las oportunidades de negocio con la mayor simetría o convergencia posible entre socios y gestores¹⁰.

En la medida en que los socios dispersos, por muy minoritarios en capital que fueren, en cuanto propietarios legitimados para ejercer derechos políticos, quieran participar en la vida social, en definitiva, deben ser oídos, y su opinión, tomada en cuenta por quienes, en calidad de gestores, apelaron al ahorro popular. La reducción de la distancia sobre la visión corporativa entre unos y otros a través del diálogo propiciará, sin duda, la convergencia de intereses. Y las asociaciones parecen el cauce idóneo de expresión de la voluntad de las participaciones aglutinadas al efecto, independientemente del porcentaje que representen.

¹⁰ Por eso la AMF francesa ha creado un grupo de expertos para informar a los inversores en materia de formación sobre el ahorro, y proyecta crear un instituto de ahorro. No faltan voces alzándose contra el *cortoplacismo* de la inversión bursátil del minoritario, achacables a la falta de "patriotismo económico en Francia", pero también a la incultura financiera generalizada entre los novatos apostadores en Bolsa, cuya intervención ha reducido en las bolsas francesas la tenencia media de la cartera bursátil a sólo 7 meses, contra el consejo de asociaciones de accionistas como APAL, que, sin desaconsejar oportunidades de beneficio rápido, aconseja la inversión mobiliaria a largo plazo (análoga a la inmobiliaria) en el contexto de una "política con miras al desarrollo del accionariado en todas sus formas, lo que pasa por la formación económica y financiera de los franceses" (NEITER, *ibidem*).

II.2. Asociaciones de segundo grado o uniones de asociaciones: función y estructura

Siguiendo la línea de convergencia asintótica y a largo plazo entre el interés corporativo y el del accionariado minoritario expuesta en el presente análisis se intentan situar algunas de las más recientes propuestas de constitución de *uniones, confederaciones, consorcios o agrupaciones de asociaciones de accionistas*.

En este caso de uniones o federaciones de asociaciones, que son fórmulas asociativas de segundo grado, la convergencia entre los intereses corporativos y los del accionista minoritario asociado previamente o en primer grado a través de una asociación de empresa, queda mejor garantizada en la medida en que el consorcio o unión de asociaciones, además de preservar y promover a través de la defensa de los legítimos intereses de sus asociaciones consorciadas o asociadas una eficiente distribución y composición sostenible del patrimonio de las sociedades donde invierten aquellos, promueve a la vez un adecuado control general del gobierno corporativo en todas y cada una de las sociedades donde son socios los asociados en primer grado, promoviendo la transparencia y la participación del accionariado en el mercado considerado en su totalidad.

El fin que justifica la presencia en el mercado de estas uniones de asociaciones es orientar la acción de las propias asociaciones directas o de primer grado o nivel, encauzándola a través del mecanismo legal asociativo como asociaciones de asociaciones o asociaciones de segundo grado, orientadas, según venimos explanando, hacia una tutela general de los intereses del accionariado minoritario en el mercado de capitales.

Como alternativa al *modelo confederal o unionista* es posible patrocinar un sistema de *integración directa* del accionista de cualquier sociedad cotizada en *asociaciones directas*, también “horizontales”¹¹ o representativas del interés de socios en una pluralidad de empresas, pero agrupando a socios que no son previamente miembros de asociaciones de minoritarios de empresas singulares, o que, siéndolo, no traban con la asociación horizontal un vínculo a través de la asociación de minoritarios de una empresa en concreto, sino que lo establecen directamente con la asociación. Este es, por ejemplo, el sistema que en España siguen ADICAE o AEMEC.

Específicamente, los proyectos *confederativos o unionistas* (en España, ACCIONIS) se orientan, por tanto, de un lado, hacia el reconocimiento, aglutinamiento y consolidación de las diferentes asociaciones de accionistas minoritarios espontáneamente surgidas de la práctica de cada una de las sociedades cotizadas (en el caso español, particularmente, de las integrantes del índice IBEX-35) a la par que, en sí mismos, se erigen en agentes del mercado de capitales de nuevo cuño, representativos del interés del accionariado disperso en bolsa global o conjuntamente considerado¹².

¹¹ Expresión que emplea ADICAE en sus *Alegaciones*, cit., 16.

¹² Destaca en su *Informe ZUNZUNEGUI* la naturaleza de ACCIONIS como nuevo “sujeto de los mercados de valores”, insinuando que su rol devendrá “esencial para garantizar su buen funcionamiento”.

Este modelo, que pecha con el alto coste de su superior complejidad organizativa (ha de coordinar los dos niveles asociativos) sin embargo trae el considerable beneficio de la garantía de independencia respecto de intereses presentes en las empresas donde invierten los asociados, en la medida en que la confederación o unión de asociaciones controle la equidad del sistema de financiación y participación de los representantes de las asociaciones confederadas en sus respectivas sociedades cotizadas, sea en sus órganos de gobierno, sea en comités o comisiones de intervención y diálogo con dichos órganos.

III. Evolución y perspectivas del asociacionismo accionarial español en el contexto europeo

En algunos países de nuestro entorno, el reconocimiento administrativo de las asociaciones de accionistas minoritarios viene siendo entendido como condición doble de representatividad: Para el inversor, que ve albergado su interés de manera estable (a diferencia de lo que sucede con sistemas coyunturales para ejercer derechos políticos, como el sindicato de voto o representación, o la simple delegación de voto para junta); y para los supervisores, que encuentran a todos los efectos un interlocutor válido para el diálogo con los inversores, a través de asociaciones que les representan oficialmente. Sin embargo, el panorama es aún bastante desigual en los Estados de la Unión Europea.

En el Reino Unido, en particular, se conciben las asociaciones, como en otras naciones del espectro Commonwealth¹³, a modo de entes sin ánimo de lucro consagrados a la tutela de los accionistas “privados” o no institucionales (*private shareholders*) pero, al tiempo, a mejorar las relaciones con los consejos y consejeros que les representan, conocer su actividad y, mediante la distribución y empleo eficiente de información cruzada, desarrollar una actuación colectiva orientada a perfeccionar la transparencia corporativa y mejorar la calidad del gobierno empresarial. Así, los accionistas ligados desde 1992 a *The United Kingdom Shareholders Association* (UKSA) declaran haber creado ese instituto no sólo en provecho propio común, pese al lema de la asociación (*our royalty is to our members*), sino con miras más amplias, promoviendo mejorar la información no sólo de sus asociados, sino de los Consejos, las Bolsas, el Gobierno y otros reguladores. Se propone esta asociación

¹³ Así, Nueva Zelanda, donde se concibe la misión de la *NZ Shareholders Association Inc* como ente que insta a todo socio a posicionarse, ejerciendo de efectivo propietario, en guardia permanente o vigilancia sobre el comportamiento los directivos y consejeros ejecutivos, “to ensure that executives ride the wave down just as shareholders will be expected to”; del que se espera un *ethical behaviour* según las reglas de buen gobierno corporativo internacionalmente aceptadas (*Newsletter December 2005*, <http://www.nzshareholders.co.nz/newsletters/2005-12.htm>). También Australia, donde la *Australian Shareholders Association* protege al inversor individual, apremiando a mejorar la transparencia y la responsabilidad exigibles a los directivos acerca de materias corporativas clave: creación de valor, retribución de consejeros, trato a minoritarios, gestión de riesgos y política de dividendos (<http://www.asa.asn.au/WhatWeDo/About.asp>).

tutelar al socio minoritario y facilitarle el seguimiento del valor de su acción, pero también incentivarle a conocer y mejorar los estándares de gobierno empresarial, asegurando un mercado de valores justo (vale decir, correctamente informado sobre hechos relevantes)¹⁴. Para lograr estos objetivos realizan actuaciones diversas: Organizan encuentros regionales además de las juntas centrales; mantienen un periódico virtual; celebran conferencias formativas e informativas; organizan visitas de analistas corporativos cuyos ejecutivos *senior* informan a los asociados; y vigilan la actuación no sólo de los consejeros, sino de los socios de control e institucionales de gran tamaño (otras sociedades, gestores de fondos), en particular cuando se opone al interés de los socios más pequeños.

En el sistema bursátil británico, legal y culturalmente alejado del continental y hermanado en cambio con el estadounidense, las asociaciones no se han aproximado a las instituciones oficiales que sustentan la industria de valores ni a las Administraciones Públicas que la supervisan, en la medida en que los accionistas asociados y sus representantes suelen considerar al propio Gobierno de la Nación, e incluso a las instituciones europeas comunitarias, como parte del propio entramado institucional complaciente con la defensa prioritaria de los representantes de la industria (sociedades rectoras de los mercados y sus *holdings*, principales intermediarios bancarios y no bancarios, y grandes inversores institucionales, seguidores de las políticas de gobierno corporativo de las mayores sociedades cotizadas). Por eso la acción de los minoritarios asociados se concibe como movimiento no sólo encaminado a hacer de contrapeso del poder de los socios de referencia en las empresas, sino además, de punta de lanza para la modificación legislativa en un entorno regulador que juzgan hostil (piénsese que tanto en UK como en USA los accionistas, por ejemplo, no pueden nombrar ni remover en junta a los consejeros -sólo pueden emitir meros *advisory votes*-, por ser competencia exclusiva del propio consejo), promoviendo la creación y desarrollo de grupos de acción procedentes del propio accionariado desinformado o perjudicado. Con miras, claro, a una acción bien informada, debidamente asesorada y sostenida en el tiempo que consiga apoyo social y respaldo público, político y mediático bastante para emprender con éxito las oportunas reformas, tanto normativas como corporativas internas.

En países del espectro latino-continental como Francia, en cambio, la situación es bien distinta. Los derechos de los accionistas ya son reconocidos por la Ley de un modo más preciso y extenso que en la órbita angloamericana, y algunas Administraciones son propicias a cooperar con las asociaciones de socios, no ya sólo abortando

¹⁴ Observa el cofundador de UKSA, Donald BUTCHER, cómo cada vez más accionistas "privados" (esto es, no institucionales) se ven fundamentalmente preocupados por el modo de gobierno empresarial, sobre todo cuando los consejeros se desentienden de los accionistas (*lack of accountability of boards to shareholders*), lo cual evidencian las frecuentes contiendas entre consejo y accionistas acerca de retribución de consejeros, contabilidad *creativa*, llevan *ad libitum* de las juntas generales, connivencia con auditores deficientes, o dependencia fáctica de consejeros formalmente independientes.

extralimitaciones de poder de consejeros desleales o incompetentes (e.g., vía *tunneling* o vaciamiento patrimonial corporativo en propio provecho o en el de sus mandantes) sino incluso cooperando con el objetivo de lograr una estructura más democrática de poder en las sociedades cotizadas, por la vía de reconocer oficialmente a las asociaciones de socios. En esa línea, la *Autorité des Marchés Financiers* ya registra a asociaciones de minoritarios según criterios de representatividad y seriedad que se establecen reglamentariamente.

Otros países, encontrándose legislativa y conceptualmente en la órbita francesa, regulan un extenso catálogo de derechos del accionista, cuentan con modernas prácticas de gobierno corporativo en sus sociedades cotizadas y han hecho incluso expresa previsión legal de reconocimiento de las asociaciones; pero, sin embargo, no han llevado a la práctica esta previsión. Es el caso de Italia, donde, por contraposición con el caso francés, el supervisor aún no se ha ocupado de desplegar la previsión del art. 141.1 del Texto Único de las Finanzas aprobado por Decreto Legislativo 58/1998, de 28 de febrero. En efecto, la *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* no ha decidido aún implantar de estos registros, seguramente porque el propio movimiento civil subyacente al asociacionismo no se halla aún suficientemente maduro y evolucionado. Eso no significa que en Italia el papel de las asociaciones en la democracia accionarial sea irrelevante, y menos, que vaya a serlo en el futuro. No en vano la Ley las faculta para recabar el voto delegado por el accionariado en las empresas cotizadas, siempre que cumplan tres requisitos: constituirse en escritura privada autenticada, no dedicarse a actividades de empresa que no sean instrumentales para lograr el fin asociativo, y contar con un mínimo de 50 asociados personas físicas cuya propiedad accionarial individual no exceda el 1 por mil del capital social con derecho de voto.

Dado el carácter abierto del número de registros llevados por la CNMV que contempla el art. 92 de la LMV, y la confirmación de ese carácter por el Reglamento de régimen interior de la CNMV, puede afirmarse que hoy existe una vía legal para incorporar a las asociaciones de accionistas al sistema registral administrativo, reforzando el control público de la actividad asociativa privada e incorporando a las asociaciones, en beneficio de los inversores, al elenco de actores que operan en la escena del mercado de capitales.

En el caso español, parece evidente que la opción francesa de registrar a las asociaciones resulta más beneficiosa para la tutela del inversor que la opción italiana. Sería preciso que lo acordase el Consejo de la CNMV en interés del mercado y de la tutela del inversor. Lo cual parece no sólo legal, sino conforme a los fines del propio supervisor, quien, cautelarmente, habría de regular los mínimos de conducta y de representatividad exigibles a las asociaciones que pretendieran inscribirse, y a sus equipos directivos. Las asociaciones pedirían a la CNMV inscribirse a través de sus representantes, y ésta se limitaría a verificar el cumplimiento de aquellos requisitos mínimos, procediendo de oficio, en caso positivo, a practicar la inscripción, cancela-

ble en todo momento de incurrirse en cualquier incumplimiento sobrevenido; éste se notificaría en tal caso a los inversores, explicando la CNMV el motivo de la cancelación.

Sin embargo, debe advertirse que, para la defensa del interés de los minoritarios, existen otras importantes alternativas puestas en práctica en países de nuestro entorno, que exceden los límites del asociacionismo. Entre las que sobresalen dos:

A) La consultoría estratégica. A través de grupos de sociedades que ofrecen servicios combinados, algunos empresarios han conseguido defender eficazmente a socios dispersos, aglutinando sus intereses de modo quizá más eficiente que a través del asociacionismo. Suelen estos grupos de consultoría ofrecer cuatro servicios básicos: Aglutinamiento de voto mediante sistemas estándar de representación en junta o delegación de voto; negociación con las sociedades cotizadas en operaciones corporativas de exclusión de minoritarios, al efecto de maximizar el valor obtenido por éstos; mediación con los consejos para mejorar y corregir prácticas de gobierno corporativo; e interposición de acciones de clase o grupo a favor de socios dispersos, en caso de fraude o malas prácticas de *governance*¹⁵. En general, estas consultoras buscan sistemáticamente la maximización conjunta de las utilidades percibidas por varios grupos de interesados, enfrentados antes de su intervención. La satisfacción que proporcionan estas firmas a sus clientes no suele provenir, exclusivamente, del ámbito de pequeños accionistas dispersos; alcanza de ordinario también a otros clientes *minoritarios lato sensu*, sean inversores de alcance intermedio eventualmente interesados en adquirir participaciones de control o estratégicas en la sociedad en conflicto, sean inversores institucionales que representan a pequeños inversores estables, sean, en fin, inversores interesados en el control de sociedades de menor tamaño participadas por la empresa en proceso de reestructuración o reorganización, justamente la situación crítica que motivó, previa generación de pérdidas masivas, la solicitud del servicio. En Estados Unidos, el *Institutional Shareholder Services* (ISS) ha servido como base uni-

¹⁵ Por medio de una serie de conferencias de prensa, reuniones con inversores institucionales, y participando activamente en las juntas de accionistas del *Banco Nacional de Bélgica*, con posterior auxilio de tres demandas contra el consejo de éste y contra el Estado belga (aún no resueltas por los tribunales, que deben calificar la naturaleza de ciertos fondos de reserva del Banco, y decidir sobre la eventual exclusión bursátil del mismo), el Grupo DEMINOR, creado en 1990, ha ido convenciendo a partir de febrero de 2002 a la opinión pública de que los minoritarios de dicho Banco merecen un justiprecio superior por su inversión, o alternativamente una tutela reforzada de sus derechos políticos. Esa misma consultora consiguió en 2004 una prima del 314% para sus clientes minoritarios por la venta de sus títulos de CONCENTRA (grupo de TV, Internet, prensa y publicidad cotizado en EURONEXT-Bruselas) a la propia empresa en forma de autocartera sobrevenida. CONCENTRA se interesó en la recompra una vez obtuvo liquidez extra merced a la venta estratégica, planeada por DEMINOR, de su cartera en el *blue chip* ALMANIJ, del índice BEL-20, cuyos compradores fueron precisamente algunos inversores clientes de la consultora. [En la gráfica puede observarse la evolución comparada del índice precitado en comparación con la sociedad en conflicto, durante el periodo de intervención de la consultora.]

versal para el modelo de consultoría para la mejora de la legitimación del accionista disperso, si bien no de modo directo, sino a través de instituciones de inversión colectiva (v. más adelante, B).

- B) La mediación e intervención corporativa de inversores institucionales. Ésta se produce cuando confluyen tres condiciones mínimas: Interés estable del accionariado subyacente, ya sean socios de SIMs o colectivos adquirentes de participaciones en FIMs; ausencia de conflictos de interés del gestor o gestores de las IIC involucradas (sociedades o fondos de inversión); y flexibilidad de los administradores de la sociedad en conflicto para negociar con los gestores, que deben a su vez poseer gran experiencia y competencia.

IV. Conclusiones

1. El auge de las asociaciones de accionistas no se explica sólo ni principalmente por un incremento de la conflictividad societaria en las empresas cotizadas (más y más difundidas deslealtades y negligencias de administradores; mayor combatividad del accionariado que arrostra la magnitud dañosa de esas conductas), sino sobre todo por el auge tecnológico, que hace a una parte del accionariado disperso en Bolsa vislumbrar la opción de recobrar, al menos en parte, poderes de control sobre los administradores de las sociedades, por la vía del ejercicio a distancia, por medios telemáticos, de sus derechos políticos, especialmente con vistas a tomar decisiones en la junta general de accionistas en interés social.
2. Las asociaciones deben reconducir su actividad hacia la recomposición de dicho interés, propósito al que aspiran todas las políticas de gestión, así las propuestas en el órgano asambleario corporativo, como las dispuestas desde el órgano de administración. Por consiguiente, la finalidad de las asociaciones no es ni debe ser reemplazar a este órgano, relevarle de sus funciones o privarle de competencia, sino, antes bien, ejercer su control adicional eficaz, superpuesto al que incumbe a los órganos y sistemas internos (consejo de control; *Aufsichtsrat* del sistema alemán y otros modelos de consejo dual *two-tiered*; comités o comisiones de supervisión o de buen gobierno y vigilancia internos del consejo; y los propios consejeros independientes, en sus ámbitos respectivos de actuación interna en el órgano de administración).
3. Para mejor garantía de que el propósito último de estas asociaciones es el logro de la convergencia real de intereses, deberían, allende cumplir los requisitos de registro y control público ordinarios o genéricos que establezcan las Leyes privadas, ser supervisadas formalmente. Lo cual comporta, entre otros extremos, su inscripción en un registro especial del tipo de aquellos cuya creación habilita, en nuestro ordenamiento del mercado de capitales, el vigente Art. 92 LMV.
4. Las confederaciones, uniones o asociaciones de segundo grado que, para servir a los intereses generales de los accionistas de las sociedades cotizadas en un merca-

do o en varios mercados organizados de ámbito nacional, se constituyen como fruto de la convergencia de intereses entre las asociaciones de accionistas dispersos de las sociedades cotizadas en aquéllos, merecen un reconocimiento singular por las Administraciones Públicas como sujetos especiales del mercado representantes del interés del accionariado disperso (pequeños socios minoritarios), cuya protección es *telos* de toda la regulación de los mercados (cf. arts. 1 y 13.2 LMV, y pfo. 3 de su E. de Motivos). Igual trato merecen las asociaciones directas entre socios de distintas empresas que se aglutinen para la defensa común de los intereses del accionariado, sin perjuicio del reconocimiento registral que debe dispensarse a las asociaciones de socios de empresas singulares, ya profusa, aunque desigualmente, reguladas en Europa.

