

Fin de las reglas sobre diversidad racial, de género y LGTBQ+ en los consejos de administración de las cotizadas en el Nasdaq

En la sentencia *Alliance for Fair Board Recruitment; NCPPR v. SEC*, con un voto de diferencia, el Tribunal de Apelaciones de los Estados Unidos (Quinto Circuito) deja sin efecto las normas del Nasdaq sobre diversidad en los consejos de administración de las cotizadas aprobadas por la Comisión de Bolsa y Valores estadounidense (SEC) en el 2021.

REYES PALÁ LAGUNA

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza
Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo

En una decisión muy ajustada, con nueve votos a favor y ocho en contra, el Tribunal de Apelaciones del Quinto Circuito (United States Court of Appeals for the Fifth Circuit) ha dejado sin efecto la propuesta normativa del Nasdaq sobre diversidad aprobada por la Comisión de Bolsa y Valores estadounidense (Securities Exchange Commission: SEC) en el 2021 (*Alliance for Fair Board Recruitment; National Center for Public Policy Research v. SEC*, de 11 de diciembre del 2024).

Las cotizadas en el Nasdaq tradicionalmente tenían un perfil poco diverso en la composición de sus consejos de administración, con escasa presencia de mujeres consejeras. El 6 de agosto del 2021, la SEC aprobó la modificación de sus normas de admisión, de forma que, en términos generales, las cotizadas habrían de informar acerca de la diversidad racial, de género y opción sexual de sus consejeros y contar con al menos dos consejeros que cumplieran los criterios de diversidad establecidos en la Diversity Rule: una mujer y un segundo consejero

perteneciente a minorías infrarrepresentadas, fuera el colectivo LGBTQ+, fuera una minoría racial a la que nos referiremos más adelante, o bien explicar por qué no cuentan con al menos dos consejeros «diversos» (regla del «cumple o explica»). La norma recogía excepciones para sociedades extranjeras, gestoras de carteras y entidades de propósito especial, entre otras.

El Tribunal de Apelaciones repasa en la sentencia la historia de la Ley del Mercado de Valores estadounidense (Securities Exchange Act, 1934): desde las razones que motivaron su aprobación hasta la gran reforma de 1975. Analiza asimismo la naturaleza del Nasdaq como organización con potestad normativa u organismo autorregulado (*self-regulatory organization*, SRO), cuya normativa (reglas de funcionamiento del mercado) ha de ser aprobada por la SEC. La decisión judicial analiza con detalle, al ser la base de su razonamiento y fallo, los límites de la potestad normativa de la SEC al hilo de la *major questions doctrine*, esto es, la doctrina de los límites de la potestad reglamentaria de las autoridades administrativas independientes. Ello lo relaciona con la sección 78 f(b) de la Securities Exchange Act, en cuya virtud el mercado no puede regular con base en esta ley materias no relacionadas con los objetivos de ésta; por ello, la SEC debería, antes de aprobar una propuesta normativa del Nasdaq, cerciorarse de que guarda relación con los objetivos de la Securities Exchange Act de 1934, a saber, la protección de los inversores y de la economía estadounidense frente a prácticas especulativas, manipuladoras del mercado o fraudulentas. En 1975 se reforma esta ley, además, para eliminar barreras obstaculizadoras del desarrollo de un mercado de valores nacional. El tribunal reconoce que la ley

de 1934 tiene otros objetivos, pero indica que entre ellos no se encuentra la difusión de «toda la información» acerca de las cotizadas en los mercados de valores.

Basándose en un estudio efectuado en el 2020, el Nasdaq concluyó la necesidad de aprobar una normativa para el fomento de la diversidad en los consejos de administración de las en él cotizadas. Con tal fin, remite tres propuestas a la SEC para su aprobación: la Disclosure Rule, la Diversity Rule y la Recruiting Rule:

- En virtud de la primera, la Disclosure Rule, se requiere a las cotizadas en el Nasdaq el suministro de información estadística en formato normalizado acerca de la identificación del consejero respecto al género, la raza o su condición de LGBTQ+.

El tribunal considera que la SEC no ha justificado la Diversity Rule con base en la Securities Exchange Act (hay voto particular)

- La Diversity Rule requiere que las cotizadas cuenten con, al menos, un consejero que se identifique como mujer y otro que se identifique como *black* o afroamericano, hispano o latino, asiático, nativo americano o nativo de Alaska, nativo hawaiano o nativo de las islas del Pacífico, o como LGBTQ+. Si la cotizada no tiene al menos una consejera y otro miembro del consejo procedente las categorías mencionadas, ha de explicar las razones de esta situación (principio de «cumplir o explicar»). El Nasdaq aclara que con esta normativa no estamos ante un sistema de cuotas, sino de objetivos en materia

de diversidad. Como hemos indicado, se prevén excepciones a la exigencia bajo el principio de cumplir o explicar para emisores extranjeros y otras entidades. Para los consejos de cinco o menos miembros, basta con un consejero que cumpla alguna de las dos condiciones (mujer o miembro de una minoría racial sexual).

- En cuanto a la tercera norma (Recruiting Rule), se trataba de un servicio gratuito del Nasdaq para asistir a las compañías en el cumplimiento de la Diversity Rule.

Indica el tribunal que la SEC, a la hora de aprobar las tres propuestas normativas sobre diversidad, argumentó que la información sobre las características raciales, de género y sexuales de los consejeros de las cotizadas es un dato importante para los grandes inversores institucionales y gestoras de carteras, citándose expresamente en la sentencia a Blackrock, Vanguard, State Street, Goldman Sachs o el California Public Employees' Retirement System (Sistema de Jubilaciones de los Trabajadores de la Administración Pública de California). En opinión de la SEC, la propuesta del Nasdaq daría acceso a la información sobre diversidad en el consejo a estos y otros inversores sobre una base comparable. Por ello, entiende el supervisor, la propuesta «está designada para promover principios justos y equitativos en la negociación, eliminar impedimentos y perfeccionar el mecanismo de un mercado libre y abierto», así como para «proteger a los inversores y el interés público».

Al respecto, entre otras consideraciones, indica el tribunal, en relación con la protección del interés público, que ésta debe entenderse en el sentido de que se protege a los inversores o al público de los daños que explícitamente recoge la ley del 1934 (*speculation, manipulation, fraud, anticompetitive exchange behavior*). Muchos

estándares de cotización están relacionados con estos objetivos. Pone como ejemplo el requisito de contar con una mayoría de independientes en el consejo de la cotizada. Este requisito permite de forma plausible prevenir el fraude al *aislar* a los consejeros de los altos cargos de la sociedad, de forma que efectivamente puedan proteger a la sociedad contra posibles actos de malversación financiera cometidos por la alta dirección o por el consejo de administración.

De hecho, la propia Securities Exchange Act establece el requisito de la independencia de los consejeros, por ejemplo, a la hora de designar a los miembros de la comisión o comité de auditoría (todos han de ser independientes). Se trata de una previsión introducida por la Sarbanes-Oxley Act en el 2002 tras los escándalos de Enron y World Com. Esta reforma se hizo con el propósito declarado de proteger a los inversores mediante la mejora de la exactitud y fiabilidad de la información societaria.

Pues bien: el tribunal se pregunta dónde está el interés público que justifica la adopción de la propuesta normativa sobre diversidad en los consejos de administración (*board diversity proposal*). El Nasdaq considera la existencia de un vínculo entre la identidad (de género, racial o LGBTQ+) de los consejeros de la cotizada y la «calidad de la información financiera, los controles internos, la información pública y la supervisión de los gestores de la cotizada», pero, en opinión del tribunal, el Nasdaq no aporta pruebas suficientes de este hecho. Si bien cita algunos estudios que sugieren una asociación positiva entre la diversidad de género y la protección del inversor, la mayoría de los jueces cree que se adentra en el campo de las especulaciones cuando trata de sostener la existencia de una relación entre la protección del inversor y la diversidad racial o sexual. Puede ser cierto que

el mercado de valores no necesite presentar una prueba concluyente que demuestre la relación de una propuesta de norma con la protección del inversor, pero la SEC no puede aprobar una norma del Nasdaq simplemente porque éste afirme la existencia de alguna circunstancia; no tendrían sentido entonces las limitaciones de la potestad normativa de los mercados. Tampoco ve relación entre la contribución a la correcta formación de precios y la Diversity Rule.

Además, si bien podría justificarse la obligación de información sobre la diversidad en el seno del consejo, la propuesta impone asimismo la obligación a la cotizada de explicar, en el caso de que no cumpla la regla de la diversidad, las razones de su incumplimiento. Esta obligación explicativa podría servir al objetivo de la

compañías a nivel mundial, el cumplimiento de estas obligaciones por la cotizada afecta a la economía en su conjunto, con lo que es ésta una cuestión que no puede quedar en manos del legislador reglamentario. Estamos ante una materia que divide al país; se recuerda la sentencia del 2023 *Students for Fair Admissions Inc. v. President & Fellows of Harvard Coll.* respecto al carácter discriminatorio de los programas de admisión de las universidades de Carolina del Norte y de Harvard, con voto particular del juez Sotomayor («la diversidad es hoy un valor esencial en los Estados Unidos»).

También en este caso la sentencia contiene un voto particular suscrito aquí por ocho magistrados. En su opinión, la Disclosure Rule no implica que el Nasdaq valore la explicación de

la cotizada de por qué no tiene dos consejeros «diversos»; simplemente certifica que la información ha sido remitida. Una cotizada cumple la Disclosure Rule si declara, por ejemplo, que no considera que esta información acerca de la diversidad sea útil para los inversores o también cuando prioriza la diversidad geográfica o de pensamiento frente al

género o a la identificación del consejero como LGBTQ+. El Nasdaq es una empresa privada que celebra acuerdos con las compañías que desean cotizar en él de forma que, de un lado, les facilita la cotización y la negociación de sus valores y, de otro, las sociedades cotizadas se someten a las normas del Nasdaq. De acuerdo con la Securities Exchange Act, la SEC ha de aprobar una propuesta normativa si la considera consistente con los objetivos de la ley del 1934: las reglas del mercado están diseñadas para prevenir actuaciones fraudulentas y manipulativas, para permitir la correcta formación de precios y, en general, para proteger a los inversores y el interés público. De esta forma, la SEC no puede

Desaparece la regla de dos consejeros «diversos» bajo el principio de cumplir o explicar

protección del inversor sólo si hubiera alguna relación entre la ausencia de diversidad en el consejo y la calidad del gobierno de la cotizada, extremo que el Nasdaq no llega a demostrar. Por otra parte, nada impide a la cotizada divulgar voluntariamente esta información.

El tribunal es consciente de las connotaciones políticas de estas propuestas del Nasdaq sobre diversidad en el consejo de administración, propuestas que, entiende, responden al movimiento de justicia social que pretende incrementar la diversidad y la inclusión en las sociedades cotizadas; pero, al pretender transformar la estructura interna de muchas de las grandes

desplazar el criterio empresarial por sus propias prioridades políticas. El papel de los tribunales es determinar, en los casos en los que la SEC no intervenga aprobando una normativa, si esta decisión ha sido arbitraria. No comparten por ello la descripción de las competencias de la SEC que refleja la sentencia, en la que se amplían sus potestades de intervención incluyendo motivaciones políticas. También discrepan de la opinión de la mayoría cuando considera que los objetivos de la Securities Exchange Act no incluyen la eliminación de las asimetrías informativas relacionadas con el liderazgo empresarial, a la vista de que son líderes empresariales (miembros del consejo de administración) a los que los inversores confían su dinero y cuya identidad es buscada en todo el espectro económico de la nación.

En su opinión discrepante, la aprobación por la SEC de la Nasdaq Disclosure Rule no fue arbitraria ni caprichosa si la situamos en el contexto tanto de la información que las sociedades han de suministrar a la Administración como en el de las propuestas de normas que la SEC ha aprobado previamente y que son consistentes con la ley. Así, las sociedades con más de cien empleados deben informar acerca de la composición demográfica de sus trabajadores a la Comisión para la Igualdad de Oportunidades en el

Empleo (EEOC, siglas de Equal Employment Opportunity Commission). El Nasdaq partió de estas categorías en la información que suministran las empresas, categorías a las que añadió la identidad LGBTQ+ para la diversidad en los consejos de administración de las cotizadas. En la misma línea argumental, estas sociedades han de informar a la SEC sobre si el comité o comisión de nombramientos del consejo considera la diversidad a la hora de proponer consejeros y, de ser así, han de describir si existe una política al respecto y de cuán efectiva es. De hecho, si la SEC no hubiera aprobado la propuesta normativa sobre diversidad, el Nasdaq podría haber alegado que el supervisor actuó de forma arbitraria, dado lo limitado de su función de supervisión. En opinión de los disidentes, el limitado papel que tiene la SEC en la aprobación de la normativa del Nasdaq no permite llegar a otra conclusión, al margen del debate político sobre la materia.

En cumplimiento de esta sentencia y al no haber sido objeto de recurso ante el Tribunal Supremo estadounidense, a finales de enero pasado la SEC aprobó la propuesta del Nasdaq para eliminar las normas sobre diversidad en el consejo del 2021 (*board diversity proposal*), de forma que ya no son aplicables a las sociedades cotizadas en este mercado.