

# Las bases económicas del derecho de la junta de socios

M<sup>a</sup> Isabel Sáez Lacave

Facultad de Derecho  
Universidad Autónoma de Madrid

### *Abstract\**

*Este trabajo reflexiona sobre la función que cumple la junta de socios en las sociedades de capital, cuestionando la idea común de que la junta tiene encomendada la tarea de formar la voluntad social. La junta no cumple un papel universal en el derecho de sociedades, sino que su función viene determinada por la estructura de propiedad de la sociedad. En las sociedades de estructura concentrada la junta hace efectivos los deberes de lealtad de los socios mayoritarios cuando éstos toman las decisiones sociales. En cambio, en las sociedades de capital disperso, la junta disciplina a los administradores en el interés de los socios. Por tanto, el derecho debe desarrollar las herramientas necesarias para responder a las necesidades que plantea cada caso.*

*This paper explores the functions of the General Shareholders' Meeting and raises doubts on a widely extended opinion sustaining that General Shareholders' Meeting has a leading role in corporate decision-making. Nevertheless, there is no such thing as a universal function of the General Shareholders' Meeting. The functions accomplished are highly dependent on the ownership structure of the corporations. Thus, in corporations with concentrated ownership the General Shareholders Meeting is the time and place in which the controlling shareholders duties of loyalty become effective affecting the decision-making process. Conversely, in corporations with a dispersed ownership, the General Shareholders' Meeting serves the purposes of controlling the Board of Directors, thus defending the interests of shareholders. Consequently, regulation attention should be drawn to the development of efficient tools for dealing with the different scenarios.*

*Title:* Economic Foundations of the General Shareholders' Meeting

*Keywords:* Corporate Law, General Shareholders' Meeting, Ownership Structure

*Palabras clave:* Derecho de sociedades; Junta de accionistas; Estructura de propiedad de la sociedad

### *Sumario*

- 1. Propósito y alcance del trabajo**
- 2. Una revisión del análisis convencional sobre la función de la junta de socios**
  - 2.1. La estructura de propiedad y la toma de decisiones sociales**
  - 2.2. La estructura de propiedad y el derecho de sociedades**
  - 2.3. El mercado de capitales y el derecho de sociedades**
  - 2.4. El sustento legitimador de la junta**
- 3. Las insatisfacciones del análisis convencional: la desconexión entre la realidad y el derecho de la junta**
  - 3.1. ¿Tienen los socios poder de decisión real o formal?**
  - 3.2. ¿Es conveniente “revitalizar” la junta de socios?**

---

\* El presente trabajo se inserta en el Proyecto de Investigación “Derecho Mercantil y Análisis Económico del Derecho IV” (SEJ 2005-07030/JURI), financiado por el Ministerio de Educación y Ciencia. La autora quiere agradecer la ayuda prestada y las observaciones realizadas por María Gutiérrez, Jesús Alfaro, Cándido Paz-Ares y Fernando Gómez. Los errores se deben en exclusiva a quien lo firma.

4. Bases del sistema de protección de los socios –minoritarios- a través de la junta de socios
  - 4.1. Replanteamiento de la función de la junta: la reducción de los conflictos de interés
  - 4.2. Votar o litigar
  - 4.3. ¿Qué decisiones?
5. Las reglas: el sistema de adopción de acuerdos
  - 5.1. El voto como mecanismo para agregar las preferencias individuales de los accionistas
  - 5.2. El marco legal e institucional y la mecánica del voto
6. Los estándares: los deberes de lealtad de los socios de control
  - 6.1. Patologías del sistema de voto
  - 6.2. Voto y deberes de lealtad
  - 6.3. La racionalidad del mecanismo impugnatorio
7. Conclusiones
8. Bibliografía

## 1. *Propósito y alcance del trabajo*

Este trabajo tiene el propósito de analizar la función que desempeña la junta de socios en el gobierno corporativo. Las cuestiones relativas a la junta de socios han atraído tradicionalmente la atención de nuestra doctrina, de forma que es una de las materias de derecho de sociedades que cuentan con más contribuciones y estudios doctrinales. Con todo, la discusión se ha centrado en cuestiones muy técnicas –como el contenido legal de los derechos ejecutables en junta o, más recientemente, el impacto de las nuevas tecnologías en la mecánica administrativa de la junta-. Escaso interés ha merecido el estudio de la materia de junta desde la perspectiva, menos positivista y más amplia, del gobierno de la sociedad, si bien es cierto que la publicación de los Códigos de Buen Gobierno ha servido de acicate a las reflexiones en esta dirección<sup>1</sup>.

Bajo la expresión gobierno corporativo –por utilizar una definición bien asentada en la literatura económica- se hace referencia al conjunto de mecanismos –jurídicos y extrajurídicos- que garantizan que los socios minoritarios reciban el rendimiento correspondiente a su inversión<sup>2</sup>. El conflicto más importante al que se enfrentan los contratos es la redistribución del excedente. Es un conflicto contractual clásico: como el contrato de sociedad es un contrato de larga duración e incompleto, se abre la puerta a comportamientos oportunistas por parte de los participantes en las relaciones jurídicas que conforman la sociedad. Podría decirse que, al fin y a la postre, los problemas redistributivos no afectan a la eficiencia: quién obtenga más o menos de entre los contratantes del excedente que produce el contrato es mera cuestión interna de las partes del contrato, que ellas mismas resolverán como les convenga. Sucede, sin embargo, que esto no es enteramente cierto. La teoría económica nos advierte que el riesgo de expropiación *ex post* rebaja la inversión *ex ante*: si hay riesgo apreciable de que no se vaya a respetar el reparto pactado en el contrato, las partes no invertirán, o invertirán menos. Pues bien, el derecho de sociedades ha diseñado varios instrumentos para afrontar riesgos de esta clase, uno de los cuales es la junta de accionistas. En los Derechos continentales la junta es uno de entre los mecanismos de toma de decisiones encargado de ir “completando” el contrato de sociedad y, al hacerlo, de preservar las directrices sobre el reparto del excedente –en amplio sentido, no sólo se piense en el beneficio repartible en sentido contable- que se convino en el contrato<sup>3</sup>. En esta dimensión de protección de la “inversión” del socio, la estructura de propiedad y control de la sociedad se revela –o, al menos, así es la tesis que se presenta en este trabajo- decisiva para la función de la junta. La funcionalidad de la junta no va a ser, pues, universal, saltando las fronteras de los sistemas jurídicos y ni siquiera en el interior de estas: cuál sea la estructura de control de una sociedad determinará en alto grado cual sea, en sentido funcional, el papel de la junta. En estas páginas se tratará, en consecuencia, de calibrar la aptitud de la junta para asegurar que los socios minoritarios reciben la parte convenida en el contrato sobre el reparto del excedente, en otras palabras, de analizar las herramientas a disposición de los socios sin poder de control para reducir los conflictos de intereses que aquejan a los controladores, así como los riesgos de expropiación.

---

<sup>1</sup> A modo de muestra, v. C. ALONSO LEDESMA (1999a) y J. M. GARRIDO (2002).

<sup>2</sup> A. SCHLEIFER y R. VISHNY (1997, pp. 737-783).

<sup>3</sup> J. ALFARO (1995, pp. 22 ss).

Aunque el conflicto *ex post* por el excedente que se ha descrito es consustancial al contrato de sociedad, en nuestro entorno jurídico se tiende a considerar que los socios minoritarios están a salvo de la expropiación gracias a la configuración de los tipos sociales, que son el producto de la experiencia y el conocimiento acumulado durante generaciones en los entresijos de la dogmática jurídica. En particular, la protección jurídica de los socios minoritarios a través de los derechos de la minoría puede hacer pensar que estamos ante un colectivo generosamente tutelado<sup>4</sup>. La sorpresa viene cuando los estudios empíricos nos quitan la venda de los ojos. Por un lado, los estudios comparativos de la tasa de expropiación de los inversores en el contexto internacional dejan a los países europeos en puestos decepcionantes dentro del ranking mundial<sup>5</sup>. Por otro, los estudios sobre las herramientas jurídicas para la defensa de los intereses de los inversores desvelan deficiencias técnicas de nuestros ordenamientos<sup>6</sup>. Está en juego, no lo olvidemos, no sólo la expropiación de los minoritarios sino, sobre todo, el desarrollo de nuestro mercado de capitales: los estudios empíricos nos advierten que la tasa de beneficios privados del control guarda correlación importante con el desarrollo de los mercados de capital, y éstos, con el crecimiento económico de los países.

En las páginas que siguen se argumentará que la protección tradicional de los socios minoritarios articulando vías de influencia política en la sociedad y, en definitiva, adjudicándoles –ciertos- derechos de control, es insatisfactoria: no es eficaz y además crea un riesgo de extorsión o de *hold-up*. Los socios minoritarios, en realidad, no están, ni tienen por qué, interesados en el control; su interés más legítimo es el de que se impida a los *insiders* extraer a su costa beneficios particulares de la sociedad. Pues bien, cierta tarea de supervisión del ejercicio del control la puede cumplir – junto con otros mecanismos legales y extralegales- la junta de socios. Pero ese cometido y su operatividad no se articulan de modo uniforme, sino que dependen de la estructura de propiedad. Así, en las sociedades de capital disperso (las más comunes en países del Common Law, y arquetípicamente en los Estados Unidos de América, la amplia dispersión del capital hace que la junta sea estructuralmente un mecanismo difuso de control, cuya arma más poderosa sea la amenaza de cesar a los administradores. Adicionalmente, puede cumplir una función profiláctica en relación con decisiones potencialmente conflictivas, o intervenir en la formulación de reglas de gobierno que sujeten la discrecionalidad de los administradores. En este contexto, la herramienta jurídica protectora del interés de los socios es esencialmente el voto, y el Derecho debiera facilitar su ejercicio y ordenar un sistema de veras abierto y competitivo de sustitución de los administradores.

---

<sup>4</sup> J. JUSTE MENCIA (1995) y R. MARTÍ LACALLE (2003).

<sup>5</sup> A. DYCK y L. ZINGALES (2004); y T. NENOVA (2003). En estos estudios no aparecen datos de España, pero sí de otros países europeos. El primer estudio mide los beneficios privados a través del valor de la prima del bloque de control, y mientras en Estados Unidos esa prima se eleva al 2%, en Italia alcanza un 37%. El segundo estudio mide los beneficios privados en función del valor del voto, y Francia –que, como es sabido, tiene un sistema de acciones con doble voto- llega a un 29%. En ambos estudios, en Alemania se alcanza un valor de la prima del 10%.

<sup>6</sup> LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES, A. SCHLEIFER y R. W. VISHNY (1997); de los mismos autores (1998); LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES y A. SCHLEIFER (1997). Estos trabajos han abierto un profundo debate entre los economistas, de carácter técnico o econométrico. Pero lo que es indudable es que han puesto el dedo en llaga, han señalado que el derecho es clave para la protección de los socios sin derechos de control.

En cambio, en las sociedades de capital concentrado (las mayoritarias en los mercados de capitales de la Europa continental, incluido el nuestro) los riesgos para los minoritarios proceden no tanto de los administradores cuanto de la falta de lealtad de las decisiones de los socios mayoritarios frente a los minoritarios. En este contexto, la protección de los socios sin control no se articularía esencialmente a través del voto, sino a través de los deberes de lealtad de los socios con control, que permitirían fundamentar acciones de impugnación de acuerdos sociales. Como las decisiones del socio de control a través de la junta están expuestas al escrutinio público, lo deseable parece que las decisiones más conflictivas para los intereses de los minoritarios se canalicen hacia la adopción en junta antes que en el seno del órgano de administración. Esta vía de supervisión de los socios de control será decisiva si el ordenamiento no contempla otros mecanismos alternativos para hacer responsables a los socios de control –como viene siendo el caso en los ordenamientos de Europa continental–.

El trabajo se estructura como sigue. En el apartado II se revisa la tesis convencional –y que tiene cierto asiento normativo– de lo consustancial a la sociedad de la distribución de los derechos de control en torno a dos centros decisorios: la junta de socios y el órgano de administración. En el apartado III se formula la tesis –ya avanzada– de que la función de gobierno de la junta se diversifica en atención a la estructura de propiedad, y cómo la misma se refleja en el diseño de las competencias de la junta. En el apartado IV se perfilan los retos que plantea el derecho de voto allí dónde es más relevante, es decir, en las sociedades de capital disperso. El apartado V indaga sobre los deberes de lealtad de los socios de control en relación con el ejercicio del voto. En todo caso, debe advertirse ya desde esta sección introductoria, de que la ambición y el alcance del trabajo no es realizar un estudio detallado y exhaustivo de las complicaciones que el régimen de la junta de socios presenta en nuestro Derecho de sociedades, sino la de sentar las bases para el entendimiento funcional de la junta, de modo que el análisis pormenorizado de las normas que la afectan se oriente adecuadamente a tal función de protección de la inversión realizada por el socio en la sociedad.

## ***2. Una revisión del análisis convencional sobre la función de la junta de socios***

En el conjunto de convicciones asentadas y compartidas por la comunidad jurídica de la Europa continental acerca de la función y organización de la junta de socios<sup>7</sup> es esencial la idea de que la participación de los socios en las decisiones sociales es consustancial al concepto de sociedad, y que la misma constituye un pilar irrenunciable sobre el que se asienta el funcionamiento de las organizaciones. Siguiendo este razonamiento, la junta de socios sería el foro en el que los socios ejercen sus derechos de participación en la vida social, en particular el derecho de voto, lo que la convierte en el órgano rector o supremo de la sociedad. A pesar de lo extendido y asentado de estas convicciones, lo cierto es que merecen un análisis crítico más detallado, sobre la base de cuatro observaciones: el peso de la estructura de propiedad en la adopción de decisiones sociales [v. *infra* 2.1.], la formación de los sistemas jurídicos en materia de derecho de sociedades [v. *infra*

---

<sup>7</sup> K. SCHMIDT (2002, pp. 837 ss); entre nosotros, v. por todos, F. SÁNCHEZ CALERO (2007, pp. 37-38).

2.2.], la relación entre mercados de capitales y el derecho de sociedades [v. *infra* 2.3.], y el sustento legitimador del derecho de la junta de socios [v. *infra* 2.4.].

### 2.1. La estructura de propiedad y la toma de decisiones sociales

La primera observación se refiere al análisis funcional o finalista de la junta de socios, sobre la base de la idea, simple por lo demás, según la cual es la *estructura de propiedad la que determina cómo y qué decisiones se tomarán en una organización*. Las reglas de gobierno serán o no eficientes para minimizar los problemas de oportunismo o abuso del control en la medida en que estén “ajustadas” a la estructura de propiedad de la organización en la que se aplican, que son las que determinan la taxonomía patológica de tales problemas. Parece evidente en este sentido que un sistema de toma de decisiones autónomo y eficaz es clave para la eficiencia de las organizaciones, pero la asignación de los derechos de control depende de la estructura de propiedad<sup>8</sup>. A estos efectos, pueden describirse dos grandes arquetipos de estructura de propiedad societaria: las organizaciones de propiedad dispersa y las organizaciones de propiedad concentrada. En los sistemas de propiedad dispersa, los problemas de acción colectiva que afectan a los múltiples socios dispersos hacen que el centro decisorio o de control esté, de hecho, en manos de los administradores. La junta de socios tiene una función de supervisión o de vigilancia de las decisiones de los administradores, con el objeto de que no vulneren los intereses de sus mandantes, los socios<sup>9</sup>.

Por el contrario, en los sistemas de propiedad concentrada el poder de decisión y de control de la sociedad está en manos del socio o de los socios que dispongan de la mayoría de las acciones. En este caso, la toma de decisiones se distribuye formalmente entre el órgano de administración y la junta de socios según sea su naturaleza, pero es indudable que el control de ambos órganos está en manos de los socios mayoritarios.

Así las cosas, la junta de socios cumple *distintas funciones* en cada sistema de propiedad. En el sistema de capital disperso, en los que el control está delegado, el problema más acuciente para el funcionamiento de la sociedad y la protección de la inversión del socio viene dado por los costes de agencia entre administradores y accionistas dispersos<sup>10</sup>. Existen diversas herramientas

---

<sup>8</sup>J. TIROLE (2006, pp. 387 ss).

<sup>9</sup> El principio del control de los administradores y la regla de la delegación “absoluta” está en la base del sistema. Las competencias de los administradores son muy amplias y abarcan, incluso, la modificación de los estatutos (by-laws). La capacidad de los socios de influir en los procesos decisorios de la sociedad es prácticamente nula. El poder de los socios se limita en sustancia a la facultad de revocar la delegación y sustituir las personas de los administradores. Este sistema es defendido por razones de eficiencia, sustancialmente por motivos de simetría de la información y de autoridad de los *managers* -lo que se suele llamar *managerialism*-, un buen exponente de esta orientación, claramente mayoritaria, lo proporciona S. M. BAINBRIDGE (2002a, pp. 192 ss). Un análisis de la eficiencia del sistema, crítico con los razonamientos clásicos y que pone el acento en las patologías que emergerían si se adoptara una estrategia decisoria basada en el sistema de voto de los socios nos lo ofrece J. N. GORDON (1991).

<sup>10</sup> Este es el conflicto descrito de los costes de agencia por la literatura clásica, A. BERLE y G. MEANS (1932); M. JENSEN y W. MECKLING (1976). Es curioso comprobar que nuestra doctrina suele entender que éste es también el paradigma mayoritario en nuestras grandes sociedades, lo cual no se corresponde demasiado con la realidad de nuestras sociedades cotizadas, según ponen de manifiesto los estudios empíricos (nota 15), v. por todos, A. RECALDE (2007), pp. 5-6.

dispuestas para minimizar estos costes, herramientas tanto societarias, como extrasocietarias. Entre las primeras están, por ejemplo, la estructuración del consejo de administración como un órgano eficaz de vigilancia de los ejecutivos, con importante protagonismo de los consejeros independientes, o el recurso a los deberes fiduciarios acompañados de un sistema de acciones de responsabilidad que garanticen su cumplimiento. Entre las segundas, destacan los mecanismos de supervisión que proporciona el mercado, como es la cotización y la transferibilidad de las acciones, o la amenaza de una OPA. En este sistema, la junta es un mecanismo más al servicio de los socios para reducir el oportunismo de los administradores –la fuente de estos costes de agencia en este modelo-. Un mecanismo que puede tener cierta eficacia si se articulan los resortes adecuados para activar la participación de los socios y se promueve un mayor protagonismo de los socios en el diseño del cuerpo normativo que rige los destinos de la sociedad o en el recambio de los administradores<sup>11</sup>.

En cambio, en el sistema de capital concentrado, la junta funcionalmente no está esencialmente consagrada a la misión de vigilar a los administradores, porque la existencia de uno o varios socios de control, que *de facto* ponen y quitan a los administradores, cuando no son ellos mismos, hace que los costes de agencia entre socios y administradores no constituyan un problema de magnitud comparable a la de las sociedades con capital disperso. El conflicto se da en entre los socios minoritarios y los socios de control<sup>12</sup>. En las sociedades de capital concentrado, la separación entre propiedad y control es nada más que parcial. La junta de socios no va a ser sustancialmente un órgano de vigilancia, sino más bien un órgano en el seno del cual se adoptan decisiones, debido a que las leyes que regulan las sociedades con esta estructura de propiedad allá dónde son mayoritarias, tienden a distribuir, con bastante rigidez, además, las competencias de toma de decisiones entre la junta y el órgano de administración. Por lo demás, el socio mayoritario tiene la llave de las decisiones de la junta de socios: el voto de los socios minoritarios no es decisivo, y el problema del riesgo de expropiación de los minoritarios por parte de los mayoritarios no se desvanece. Parece entonces justificado deducir que la junta de socios en este entorno de propiedad concentrada pudiera tener encomendada la función de reducir la tasa de beneficios privados del control, beneficios sociales que pueden apropiarse los socios de control a costa de los minoritarios, aunque obviamente no a través de la simple vestidura de la teórica naturaleza deliberativa y decisoria de la junta –sólo retórica, en presencia de un socio de control– sino con auxilio de elementos adicionales que permitan que cumpla tal función.

---

<sup>11</sup> Esta cuestión ha cobrado protagonismo en el debate societario en los Estados Unidos. La pregunta que se hace es si los socios debieran tener más poder de decisión, más competencias –sobre todo, en materia estatutaria-, con el objeto de establecer un control más eficaz sobre los administradores, L. BEBCHUK (2005). Dicho en otros términos: se reabre la discusión competencial, hasta ahora pacífica, con propuestas de *lege ferenda*. La idea es que los accionistas tengan poder para establecer las reglas de juego, las bases del gobierno de la sociedad, poder que compete *de lege* a los administradores. Si los accionistas tienen capacidad para hacer propuestas en favor de reglas estatutarias beneficiosas para sus intereses, y éstas son avaladas por una mayoría de los accionistas, en forma clara y contundente, es de esperar que los administradores *motu proprio*, introduzcan arreglos contractuales sobre el gobierno de la sociedad que sean vistos por los accionistas como maximizadores de su valor. Se trata más que de establecer un poder de decisión exclusivo de los socios en un ámbito competencial, de otorgarles un elemento de presión a fin de que los administradores gobiernen la sociedad en el interés de los accionistas

<sup>12</sup> R. MORCK, D. WOLFENSON, y B. YEUNG (2005).



## 2.2. La estructura de propiedad y el derecho de sociedades

La extendida visión participativa –en la toma de decisiones sociales– de la junta de socios también merece replanteamiento a la luz de una segunda observación sobre la realidad de los sistemas jurídicos en materia de Derecho de sociedades. Se trata de la apreciación que permite poner de relieve que *una estructura de propiedad frecuente en un país genera determinadas reglas de derecho de sociedades*<sup>13</sup>. Es fácil observar que en unos entornos jurídicos son mayoritarias las sociedades con capital disperso –el ejemplo paradigmático es el de los países anglosajones–, mientras que en otras jurisdicciones son mayoritarias las sociedades de capital concentrado. Ahora bien, las estructuras dominantes hoy en los distintos países no son fruto de la casualidad y el azar, y ello afecta a las normas del Derecho de sociedades.

1) Las estructuras de propiedad que se observan en la actualidad –y los regímenes jurídicos societarios– responden a los condicionantes de las decisiones del pasado, a la *path dependence*: *las estructuras de propiedad iniciales en un país determinan en gran medida las que se van a desarrollar en el futuro*<sup>14</sup>. Según esta explicación, la concentración del capital era originariamente la fórmula más eficiente para compatibilizar la especialización de la administración con las fuertes inversiones de capital necesarias para el desarrollo de grandes empresas, y que estarían a cargo de unos pocos socios que dispondrían de capital. En este contexto –el social e institucional europeo–, lo lógico era atribuir el control a los socios mayoritarios para permitirles proteger sus inversiones –más específicas que las del resto de los socios–, ya que, en otro caso, no habrían invertido. Pues bien, la estructura de capital concentrada –y la atribución del control a los socios mayoritarios– persiste en el contexto empresarial europeo, con fuerte presencia incluso entre las sociedades bursátiles, según lo avalan los estudios empíricos<sup>15</sup>.

En efecto, los datos sobre los niveles de concentración de las sociedades anónima cotizadas en nuestro país así lo atestiguan<sup>16</sup>. Es más, los datos ponen en evidencia que la tendencia de la

<sup>13</sup> Esta es la tesis de L. BEBCHUK y M. ROE (1999). Esta tesis, que claramente se ha impuesto en la discusión teórica, venía a competir con otra que pronosticaba la convergencia en un gobierno corporativo eficiente, que se acabaría imponiendo en todos los países, v. por todos, H. DEMSETZ (1983).

<sup>14</sup> Una cuestión muy debatida es por qué en unos entornos se instala la concentración del capital y, en cambio, en otros, la dispersión. Como bien se ha señalado, hay razones de muy variada índole que pueden explicarlo: culturales, institucionales –el peso del estado, o del sistema financiero–, jurídicas –los sistemas de producción normativa–, etc. Para varios apuntes, v. M. J. ROE (1994); J. C. COFFEE (2001); y A. N. LICHT (2001).

<sup>15</sup> M. FACCIO y L. LANG (2002) estudian 5.232 sociedades en 13 países europeos, y concluyen que salvo en el Reino Unido y en Irlanda, en dónde son mayoritarias las sociedades de capital disperso, en Europa dominan las sociedades de capital concentrado. Esto es cierto en relación con sociedades pequeñas y medianas, que en una medida importante son familiares. Pero también lo es en relación con las grandes sociedades, la mayoría cotizadas, que están dominadas muchas de ellas por grupos de control [De entre las 20 sociedades con mayor capitalización bursátil, los datos indican que son abiertas o con dispersión del capital el 60% de las francesas, pero sólo el 50% de las alemanas y nada más que el 20% de las italianas, L. ENRIQUES y P. VOLPIN (2007, p. 119)]. Por ejemplo, FACCIO y LANG estiman que el 19% la concentración del control se hace a través de estructuras piramidales (y esto sucede entre las 20 sociedades más importantes de Francia, Alemania e Italia). Otro estudio concluye [Deminor ranking (2005)–la división de servicios corporativos de ICS Europe] que el 35% de las 300 empresas más grandes europeas, contemplan algún sistema que rompa la proporcionalidad una acción-un voto, por ejemplo a través de emitir clases de acciones con mayor número de votos, restricciones estatutarias anti-opa, etc.

<sup>16</sup> C. VAN DER ELST (2008).

estructura de la propiedad no es hacia una mayor dispersión, sino hacia una mayor concentración. A diferencia de otros países europeos como Francia, Italia o Bélgica, en los que más de la mitad de las sociedades tienen un socio mayoritario, en España es predominante el modelo de “bloques de control”, dado que los accionistas de control tienen participaciones entre el 10% y el 30%. Pues bien, hemos pasado de que este grupo de sociedades representaran un 40% en 1999, a un 46% en 2007. Adicionalmente, otro grupo de sociedades que suman el 20% de todas las sociedades cotizadas, están controladas por un socio con una participación entre el 30% y el 50% (nótese que el umbral para que sea obligatorio lanzar una OPA está en el 30%). Los datos sobre concentración son aún mayores si tomamos en consideración que entre un 46% y un 48% de las sociedades cotizadas en 1999 se han salido de cotización.

En cambio, en el contexto norteamericano habría existido desde antiguo un amplio rechazo social a la concentración de la propiedad, de manera que se generalizan pronto las estructuras de capital disperso<sup>17</sup>. Esto no significa que no haya sociedades controladas por accionistas mayoritarios, que las hay. Pero son relativamente escasas, y además poco relevantes desde una perspectiva global<sup>18</sup>.

Así pues, de acuerdo con esta hipótesis, en distintos contextos sociales e institucionales se originarían naturalmente distintas estructuras de propiedad. Lo que importa ahora señalar es que *el sistema jurídico, y en particular el derecho de sociedades, cumplen un papel legitimador y perpetuador del sistema de propiedad que logra afianzarse en el primer momento*<sup>19</sup>. Desde esta óptica, el derecho de sociedades persigue el propósito de lograr que las organizaciones que son más frecuentes en su ámbito de aplicación sean lo más eficientes que sea posible. Se explicarían así las diferencias entre el derecho de sociedades europeo-continental y el propio de los países anglosajones. El primero –un sistema basado en la propiedad– otorga el poder de decisión a los socios mayoritarios, de modo que los *incumbents* conserven el control. Las sociedades de personas evolucionan en Europa continental en el sentido de facilitar la especialización de la gestión (separando funcionalmente administración y control), pero respetando la estructura tradicional de la propiedad, esto es, la propiedad y el control de la sociedad vienen determinados por la participación en el capital. Esto se consigue en el orden jurídico a través de dos reglas que permitan racionalizar la actividad social en interés de la mayoría: (i) la reserva de las competencias en favor de la junta de socios, que cumple la función de residenciar los derechos de control en la propiedad, –aunque con el objeto de dotar a la administración de cierta autonomía se reconozcan igualmente competencias propias al órgano de

---

<sup>17</sup> Así, el derecho estadounidense cuenta desde antiguo con normas para evitar que las instituciones financieras sean *insiders* en las sociedades y se promocionen los mercados de valores como mecanismo de financiación de las sociedades (M. J. ROE, 1994, pp. 26-49). Uno de los mecanismos más populares de control a través de la propiedad, las pirámides, son combatidas sin descanso con instrumentos legales. Unos ven en las leyes fiscales sobre dividendos entre empresas el motivo que hizo desaparecer a las pirámides (R. MORCK y B. YEUNG, 2005), otros ponen el acento en la regulación de opas de 1968 (J. FRANKS, C. MAYER y S. ROSSI, 2005).

<sup>18</sup> C. HOLDERNESS y D. P. SHEEHAN (1988). El caso de las empresas fundadas por familias es a estos efectos paradigmático. En Estados Unidos, 1/3 de las sociedades del S&P 500 tienen una base familiar, pero las familias conservan sólo un 18% del capital (R. C. ANDERSON y D. M. REEB, 2003). En Europa un 20% de las sociedades cotizadas son controladas por una familia (LA PORTA ET AL., 1999).

<sup>19</sup> L. BEBCHUK y M. ROE (1999).

administración-; (ii) el principio mayoritario por cuotas de capital, y no por cabezas, garantizándose así que los que más arriesguen sean los que controlen la sociedad.

Por el contrario, en los sistemas jurídicos de *Common Law*, el órgano de administración está configurado como si fuera el titular de la empresa social. Así, por ejemplo, el Derecho del Estado norteamericano de Delaware, -sin duda, el más significativo de todos los de EE.UU.- favorece claramente la constitución de un órgano de administración fuerte y autónomo<sup>20</sup>. Buena muestra de ello son las amplias competencias de los administradores, que pueden decidir sobre asuntos que en Europa están asignados a la junta, y la -práctica- exclusión de la revisión jurisdiccional de su gestión que consagra la *business judgment rule*<sup>21</sup>. Es más, la legislación americana desincentiva la inversión de capital como medio para adquirir el control: la protección de las inversiones de los socios no se realiza a través de derechos de decisión societarios anudados a la propiedad, sino a través de una normativa eficaz de mercado de valores en interés de la protección de las inversiones de los socios minoritarios<sup>22</sup>. El objetivo de política legislativa es doble, pues al desincentivar la creación de bloques de control entre los accionistas, se reduce el coste del capital y se favorece la liquidez (nótese que, en media, las inversiones en acciones son más líquidas que en Europa continental: es mucho más fácil para un accionista disperso convertir sus acciones en dinero que para el titular de una participación de control)<sup>23</sup>. Reglas en este sentido son las que obligan a hacer pública la adquisición de más de un 5% del capital de una sociedad, las estrictas reglas sobre comunicación entre socios, o la persecución del *insider trading*, que despiertan serias preocupaciones entre los accionistas significativos<sup>24</sup>. No es de extrañar, por lo tanto, que los inversores opten por fraccionar sus inversiones, antes que concentrarlas.

2) Naturalmente, la producción de normas societarias sobre el gobierno de las sociedades no siempre responde a los dictados de la eficiencia. Los *insiders*, quienes ostentan el control, tienen los incentivos y probablemente también el peso político para influir en la producción normativa en favor de sus intereses particulares, de manera que será difícil introducir cambios normativos en su perjuicio. En consecuencia, la persistencia de una determinada

<sup>20</sup> Los derechos de control o de administración están atribuidos a los administradores y no se comparten con los socios. Sobre este particular, v. por todos, S. BAINBRIDGE (2003); y del mismo autor (2006). Se piensa que dar poder de decisión a los accionistas significaría lastrar a la sociedad con procedimientos costosos y lentos, que la lleven a perder capacidad de reacción y competitividad. No debe sorprender, por consiguiente, que el debate sobre el gobierno corporativo se haya centrado en articular los mecanismos aptos para controlar el oportunismo de los administradores y reducir los costes de agencia en torno a la estructura del órgano de administración, a su independencia, y a su lealtad, v. S. BAINBRIDGE (2002c, pp. 1 ss y 35-36).

<sup>21</sup> S. BAINBRIDGE (2002b, pp. 45-48). Por extenso, una comparación normativa de los distintos ámbitos competenciales de junta y órgano de administración, entre Europa continental y Estados Unidos, v. S. COOLS (2005, pp. 738-744).

<sup>22</sup> Esta estrategia regulatoria está bien estudiada, v. por todos, M. J. ROE (1994); y A. BHIDE (1993).

<sup>23</sup> La conexión empírica entre liquidez del mercado y dispersión del capital está bien documentada [desde el trabajo seminal de H. DEMSETZ (1968), al igual que la concentración reduce la liquidez, porque aumenta la probabilidad de negociar el control con el *insider* (SARIN, SHASTRI y SHASTRI, 2000)].

<sup>24</sup> S. BAINBRIDGE (2002a, pp. 512-517). No en vano hay estudios acreditados que muestran que hay una correlación entre *enforcement* laxo de la normativa sobre *insider trading* y altos costes de capital, U. BHATTACHARYA y H. DAOUK (2002).

regulación no es garantía de su eficiencia intrínseca, puede ser que sea *la que más beneficios privados permite extraer a los que detentan el control*<sup>25</sup>. En la medida en que aquellos socios que pueden bloquear cambios estructurales productivos no asuman el coste total de la permanencia, o no capturen el beneficio íntegro de un movimiento eficiente, las estructuras ineficientes que existen hoy tienen alta probabilidad de pervivir<sup>26</sup>.

La discusión acerca del papel que corresponde a la junta no es ajena a estas cuestiones. Podría decirse que la opinión mayoritaria pasa por mantener el reparto del poder como está<sup>27</sup>. En Estados Unidos, la discusión tradicional se centra en cómo superar los problemas de acción colectiva que sufren los accionistas dispersos y se discute la reforma del sistema de representación –los llamados *proxies*–, que están muy desarrollados, porque hoy por hoy benefician a los administradores en el cargo. Por eso no debe sorprender la oposición surgida frente a las voces que reclaman la conveniencia de reformar el papel de la junta para dar más poder a los accionistas<sup>28</sup>. Es decir, permitir que los accionistas intervengan en la confección de los estatutos, y poner en marcha procedimientos que faciliten a los accionistas destituir y sustituir a los administradores.

La misma tendencia conservadora del *status quo* la podemos observar en los entornos europeos de estructura de propiedad concentrada. En Europa, el derecho de sociedades programáticamente no protege preferentemente el interés de los socios individuales, sino el –sedicente– interés de la sociedad, que conduce habitualmente a proteger principalmente el interés de los socios mayoritarios, que son quienes tienen el control<sup>29</sup>. De ahí que perder el control puede significar estar expuesto a la expropiación de los socios que lo hayan arrebatado<sup>30</sup>. Tan es así que el Tribunal Supremo alemán, en una

<sup>25</sup> Esta tesis está defendida por L. BEBCHUK (1999).

<sup>26</sup> Este fenómeno está bien documentado en los entornos de fuerte dispersión del capital. Las defensas anti-opa, en contra de los robustos argumentos económicos que avalan la oportunidad y los beneficios del mercado de control, o las competencias de los administradores para modificar los *bylaws* son un buen ejemplo. V. J. R. MACEY (2006); L. BEBCHUK y Z. NEEMAM (2007).

<sup>27</sup> En los ordenamientos estadounidenses, son paradigmáticos los mecanismos de atrincheramiento de los managers, como los *staggered boards*, las medidas anti-opa del tipo de las *poison pills*, etc, que se han demostrado hacen decrecer el valor de la empresa, L. BEBCHUK y A. COHEN (2005) y P. GOMPERS ET AL. (2003). En los ordenamientos continentales, las fórmulas para mantener el control con una participación minoritaria –los pactos parasociales de control, las acciones con más derechos de voto, los grupos de sociedades, etc–, o los sistemas de reforzar el poder de los socios –mayoritarios– para conservar el control disputado por los managers –la elección de los managers por la junta, y no por sistemas de *proxies*, o los quorums (S. COOLS, 2005, pp. 757-759). La retención del control por parte de los socios de control les lleva a aliarse con los trabajadores –se observa una fuerte correlación entre los derechos de los trabajadores, incluso en algunos sistemas en las estructuras de gobierno de las sociedades, y la propiedad concentrada del capital (M. J. ROE, 2003, pp. 136-139).

<sup>28</sup> L. BEBCHUK (2005). Se defiende aiosamente de las críticas en L. BEBCHUK (2006).

<sup>29</sup> La cláusula del interés social ha servido tradicionalmente para amparar las actuaciones del socio de control mientras no ocasionaran un perjuicio para la sociedad, aunque su actuación dañara el interés de los socios minoritarios [v. las referencias empíricas, en relación con los tribunales de Milán, L. ENRIQUES (2002)] En cambio, la concepción según la cual el interés social sirve al interés común de maximizar el valor de la sociedad, y por lo tanto, es un mecanismo de control de la actuación de los *insiders* a través de los deberes de lealtad, viene a contrarrestar el dominio de los socios mayoritarios sobre la sociedad, entre nosotros, ALFARO (1995, pp. 33 ss).

<sup>30</sup> Esta es la tesis de la llamada “banda de los cuatro”. La deficiente protección de los inversores conduce a que si se quiere participar en una sociedad sin riesgo a ser expoliado por otros del excedente creado, se opte por adoptar una posición de poder estable en la misma a través de la propiedad concentrada. Pero, una vez que el socio

sentencia sin precedentes, reclama la protección individual –no a través del esqueleto societario– de las inversiones de los accionistas sobre la base de la protección constitucional de la propiedad<sup>31</sup>. Por eso, no es de extrañar que las iniciativas de reforma que se ensayan pongan el acento en dar legitimidad *formal* a la junta, como canal o instrumento del ejercicio de los derechos consustanciales a la posición de socio, pues refuerza la rectitud de las decisiones del socio de control. En cambio, las reformas del derecho de sociedades –también en materia de junta– deberían estar encaminadas a dotar a los socios minoritarios de un sistema eficaz de garantías que protejan su interés en la sociedad, particularmente aquéllas que pongan coto a la extracción de beneficios privados por parte de los socios de control a través de operaciones interesadas. Sin embargo, esta es la dirección correcta, porque no sólo beneficia a los minoritarios, sino al bien común: si se mejora la protección de los socios frente a la expropiación, se reduce la tasa de beneficios privados, se facilita la capacidad de la sociedad de financiarse a través de los mercados de capitales, las sociedades crecen en tamaño, lo cual repercute en el crecimiento de la economía<sup>32</sup>.

### 2.3. El mercado de capitales y el derecho de sociedades

La tercera observación se refiere a la evidencia de la correlación existente entre mercado y protección de los socios minoritarios mediante el derecho de sociedades. Hay una idea muy extendida en nuestra comunidad jurídica, según la cual *el mercado desvirtúa y empobrece el derecho de sociedades*<sup>33</sup>. Este prejuicio cobra especial vigor en relación con la junta de accionistas. En efecto, es casi un lugar común en nuestra doctrina atribuir al desarrollo de los mercados bursátiles la decadencia de la junta<sup>34</sup>. Este argumento parece encontrar cierto apoyo en el ejemplo de los países anglosajones, en los que la junta no ha sido tradicionalmente una pieza clave de gobierno. Es más, con frecuencia se argumenta que en los entornos jurídicos con mercados fuertes y desarrollados, la reducción de costes de agencia se confía a mecanismos de control externo o de mercado, en detrimento de los mecanismos de control interno o societario.

Se puede convenir en que la existencia de un mercado de capitales desarrollado reduce los costes de agencia: establece competencia entre los administradores, sanciona a los incompetentes y desleales por una doble vía, a través del llamado “mercado de control societario” y de la negativa

---

adquiere el control, el que tenía ser expropiado tiene incentivos para convertirse en expropiador, LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES, A. SCHLEIFER y R. W. VISHNY. (1998).

<sup>31</sup> Sentencia del caso *Macotron*, de 25 de noviembre de 2003, [ZIP (2003), pp. 387 ss].

<sup>32</sup> Parece existir una relación directa entre el desarrollo de los mercados de capitales y la tasa de concentración. La necesidad de retener el control a través de la propiedad explica la baja densidad de sociedades bursátiles. Y además, en las que se lanzan a cotizar se siguen conservando *stocks* de control, lo que repercute en un menor grado de liquidez (R. LA PORTA ET AL., 1997). Esto importa, porque el desarrollo de los mercados de capitales incide en el crecimiento (R. RAJAN y L. ZINGALES, 1998).

<sup>33</sup> El argumento de fondo viene a decir que los mercados de capitales degradan la condición de socio de los inversores: el inversor persigue intereses particulares y egoístas, en vez del interés social o el fin común, que es la causa del contrato de sociedad. Este argumento tiene mucha tradición en los ordenamientos continentales, v. por todos, J. GARRIGUES (1970, p. 364); y G. ROSSI (1981).

<sup>34</sup> J. M. GARRIDO (2002, pp. 120-122 y 125). Este fenómeno de crisis de la junta, que se achaca a la dispersión del capital, tiene tradición entre nuestros tratadistas, v. por todos, las referencias de R. URÍA, A. MENÉNDEZ y J. M. MUÑOZ PLANAS (1992, pp. 15-20).

a otorgar financiación a buen precio a las sociedades mal gestionadas. En cambio, no puede afirmarse con la misma rotundidad que el desarrollo de los mercados de capitales provoque un déficit de regulación societaria. Más bien se podría estar tentado a concluir que lo que ocurre es que allí donde hay mercados de capital más desarrollados, el derecho societario también lo está – lo que no significa, obviamente, que en entornos de capital concentrado no pueda haber “buen derecho”<sup>35</sup>. Esta apreciación nos conduciría a afirmar que *el control externo y control interno no son mecanismos sustitutivos, sino complementarios*<sup>36</sup>. Y, lo que es más importante, en los mercados menos desarrollados, es crítico reforzar el papel del derecho, precisamente porque es con frecuencia el único instrumento del que se dispone para reducir los niveles de expropiación de los inversores por los *insiders* –pues, entonces, el mercado de control es prácticamente inexistente, y la desinversión del accionista disconforme con la gestión de la sociedad está sujeta a descuento.

#### 2.4. El sustento legitimador de la junta

En los Derechos que se corresponden con sistemas de propiedad concentrada, en los que la junta de socios dispone de competencias para decidir sobre los asuntos sociales más relevantes, se sustenta la idea, en palabras del Tribunal Supremo, de que “los acuerdos de la junta son soberanos respecto de los demás actos de administración de la sociedad”, de modo que se estaría afirmando que los socios, como colectivo, ostentan el control último de la sociedad<sup>37</sup>. Del principio soberanista se sigue que la legitimidad de las decisiones sociales reside en que los socios –los propietarios- participan en la toma de decisiones de manera activa y colegiada. Es decir, la rectitud de las decisiones sociales se fundamenta en que todos los socios tienen la opción de tomar partido a través del voto en favor o en contra de los asuntos sometidos al debate de la junta. De acuerdo con este planteamiento, el derecho de voto es visto como un derecho de participación de carácter político o democrático. No sorprende, por lo tanto, que la preocupación más compartida sea la de impulsar medidas para reactivar la junta, y favorecer el activismo de los accionistas. En esta línea se cuentan las medidas para facilitar el ejercicio del voto –incluso por medios electrónicos- (art. 105.5 LSA), los mecanismos de información del accionista para que esté en condiciones de emitir un voto reflexivo (arts. 112 LSA y 116, 117 LMV), favorecer la deliberación de los asuntos que se han de aprobar (art. 97 LSA), etc.

Este planteamiento, sin embargo, presenta el inconveniente de que puede, acaso, desviar la atención respecto de lo que debiera ser el objetivo de la regulación jurídica. Lo realmente

---

<sup>35</sup> Los estudios indican que existe una correlación directa entre la calidad del derecho de sociedades y el desarrollo de los mercados de capitales, LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES, A. SCHLEIFER y R. W. VISHNY (2000).

<sup>36</sup> El mercado permite poner precio o valorar los costes de expropiación, es decir, que el precio de las acciones minoritarias descuenten los costes de expropiación. Desde esta óptica, se resuelven los problemas de justicia, pero no los de eficiencia, porque la desconfianza inhibe la inversión *ex ante*. La protección jurídica de los inversores, sea a través de reglas del derecho de sociedades, o del derecho del mercado de valores, es fundamental para que el círculo vicioso de la expropiación se convierta en los que los economistas llaman “el círculo virtuoso”.

<sup>37</sup> STS de 16 de septiembre de 2000. En la doctrina alemana, v. por todos K. SCHMIDT (2002, pp. 837 y 866 ss), se equipara la junta general y el órgano de administración al parlamento y el ejecutivo, según el principio constitucional de división de poderes. Nuestra doctrina se ha esforzado en restringir el concepto de soberanía de la junta a las relaciones verticales, por lo que se suele preferir otra nomenclatura –órgano superior o jerárquico-, para indicar que hay muchos asuntos sobre los que la junta no es soberana porque no se puede pronunciar, v. por todos G. ESTEBAN VELASCO (1982, pp. 491 ss).

importante para proteger el interés de los accionistas no es que tengan la última palabra en el gobierno de la sociedad. Este presupuesto sería exacto si todos los socios dispusieran de derechos de control. Pero lo cierto es que sólo los mayoritarios *de facto* tienen derechos de control, los minoritarios cuentan con acciones virtualmente sin voto. Por eso hay riesgo de que esta perspectiva pueda, sin pretenderlo, servir para legitimar en exceso actuaciones desleales de los *insiders* y para desacreditar otros mecanismos alternativos de control de la actividad de los socios de control.

En los sistemas de propiedad de capital disperso, el sustento legitimador es otro. Se corresponde –simétricamente– con la idea, asentada en Estados Unidos, según la cual, aunque los administradores tienen el poder de decisión de la sociedad, los accionistas pueden relevarlos de su cargo y sustituirlos por otros si su gestión no les satisface –lo que se denomina *la franquicia de los accionistas*–<sup>38</sup>. Pero un examen más atento nos desvela que en el contexto norteamericano la maquinaria electoral está controlada por los administradores en el cargo, y el margen de maniobra de los accionistas descontentos para apoyar una alternativa es estrecho y costoso (nuevamente, los *insiders*, en este caso los administradores, son los beneficiarios del proceso de legitimación de la junta en estos sistemas)<sup>39</sup>.

En suma, entiendo que de la fuerza combinada de las observaciones anteriores se puede derivar un saludable escepticismo acerca de la visión tradicional de la junta como un valor en sí mismo, de deliberación y participación, y acaso optar por visiones más pragmáticas que no la conciben como fin en sí misma, sino como un instrumento –entre otros– para lograr la protección de las inversiones de los socios frente a los riesgos de oportunismo de aquellos que pueden verse tentados a explotar su condición de *insiders*, lo cual, ex ante mejora la situación de todos al permitir mayores inversiones y eficiencia de las sociedades. Con ello, el debate sobre el papel que cumple la junta en el gobierno corporativo admite un replanteamiento: se trataría más bien de determinar si la junta de socios cumple una función provechosa en el gobierno de la sociedad, si contribuye a aumentar el resultado social y el valor de la sociedad. Y si es así, decidir qué medidas debieran adoptarse para que la junta sea lo más eficiente posible en el desempeño de las tareas que tiene encomendadas, con la vista puesta en que no se trata de que los minoritarios o dispersos “controlen”, sino de reducir los costes de agencia y la extracción de beneficios privados del control por parte de los *insiders*, para procurar que la organización sea más productiva para todos. Si no fuera así, habría que replantearse la reestructuración de la junta de socios: el principio político no justifica su pervivencia (el inversor no es un ciudadano para el que la toma de decisiones sea un valor). Este planteamiento permitiría ponderar las propuestas que se hacen

---

<sup>38</sup> Este título tan elocuente refleja la flaqueza del sistema de elección de los administradores por parte, se supone, que de sus mandantes, los accionistas, L. BEBCHUK (2007). En efecto, salvo que haya una opa, las posibilidades de cesar a los administradores son escasas, v. L. BEBCHUK (2003). La idea de facilitar el sistema que permita a los accionistas reemplazar a los administradores está abierto, v. L. E. STRINE (2006).

<sup>39</sup> Las *proxy fights* son el mecanismo para sustituir a los accionistas a través del voto, y los datos empíricos atestiguan que son escasos: en el período 1979-1994, hubo una media de 17 concursos por año entre todas las empresas americanas, con 37 concursos en 1989, que fue el año álgido de las opas hostiles (los *proxies* son necesarios para desbancar a los administradores protegidos por una *poison pill*), los estudios están recogidos en M. BRECHT, P. BOLTON, A. RÖEL (2007, p. 895).

respecto de la junta desde la perspectiva de su idoneidad, no para reforzar “la democracia accionarial”, sino para proteger a los socios dispersos.

### *3. Las insatisfacciones del análisis convencional: la desconexión entre la realidad y el derecho de la junta*

Ya la sección anterior apunta claramente en el sentido de que el análisis jurídico convencional de la junta de socios ha venido arrastrando nociones –podríamos definir las como “idealistas”- que ya no se corresponden con la realidad económica a la que sirven. La doctrina mayoritaria detecta este problema, y se reconoce abiertamente que las juntas no cumplen el propósito previsto originariamente en la ley de sociedades anónimas. Sin embargo, la reacción más compartida es ponerse del lado de la ley y tratar de buscar los instrumentos que hagan cumplir el modelo legal.

En parte, esta manera de pensar se debe a que entendemos que el derecho de sociedades es un sistema completo en sí mismo, una caja de herramientas autosuficiente que permite resolver, de manera eficiente, cualquier conflicto que se plantee. En este sentido, el ordenamiento proporciona tipos sociales, que suministran las normas y los principios que rigen en cada caso el organigrama institucional, el funcionamiento de la sociedad a través de sus órganos<sup>40</sup>. Así, por ejemplo, se nos viene a decir que el régimen de la junta de socios de una sociedad anónima es sustancialmente idéntico si la sociedad es una sociedad bursátil con accionariado disperso, una sociedad cotizada con uno o varios socios de control, o una sociedad familiar<sup>41</sup>. Lo que nos hace sospechar que la regulación no se detiene, o no lo suficiente, al menos, en lo que realmente importa: los conflictos de interés que habitan en el seno de cada organización –que dependen de su estructura de propiedad- y las herramientas jurídicas adecuadas para lidiar con cada uno de ellos<sup>42</sup>. Se trata, en definitiva, de cuestiones contractuales y el diseño normativo de la junta no es una excepción.

---

<sup>40</sup> Este discurso es una manera de querer convencernos de que, en palabras de C. PAZ-ARES (1997), “la imperatividad de fondo de los tipos sociales” no es tal porque en esos tipos dejan de ser rígidos para adaptarse a distintas dimensiones de la empresa, “los parámetros genéricamente dimensionales”, en palabras de A. ROJO (1992, p. 96). Con todo, la llamada “polivalencia funcional de la sociedad anónima” entra en una severa crisis en relación con la sociedad cotizada, G. ESTEBAN VELASCO (1994a), y C. ALONSO LEDESMA (1999b).

<sup>41</sup> La necesidad de reconfigurar el derecho de la junta de accionistas en relación con la sociedad cotizada se topa, como nos dice SÁNCHEZ CALERO (2007, p. 636), con este problema: “la mayor dificultad estriba en que, sobre la base de unos hechos que son el resultado de aplicar un régimen de derecho de sociedades uniforme para toda modalidad de sociedades, se llega al convencimiento de que la reforma de la junta general no resulta necesaria, siendo preferible dejar las cosas como están, lo que se ve apoyado por los representantes de los administradores o de los grupos de control de la sociedad”.

<sup>42</sup> Es una idea compartida que el régimen jurídico de los tipos societarios racionalizan el funcionamiento de los órganos sociales y la estructura jurídica de la sociedad “con el loable propósito de superar los conflictos interorgánicos y de otorgar seguridad jurídica a su actividad”, J. M. EMBID (2005, p. 18). En cambio, a mi juicio, la función primordial del derecho de sociedades debería ser la reducción de los conflictos de interés. Y lo que sucede es que la fisonomía de los conflictos de interés varían según la estructura de propiedad y de control, luego los instrumentos para combatirlos, en buena lógica, también debieran variar. Obviamente esto no sería un problema importante si las normas del derecho de sociedades fueran más flexibles en materia de funcionamiento de la sociedad y más severas en materia de responsabilidad de los *insiders*. Lo que nos lleva a sospechar que un exceso de imperatividad puede ser contraproducente: no logra sus objetivos tuitivos y resta la flexibilidad necesaria para que los derechos de decisión y de control se reasignen contractualmente. Es característica de las jurisdicciones europeas la imperatividad y rigidez del derecho de sociedades, frente a la flexibilidad de los países anglosajones, v. K. PISTOR ET AL. (2002). También en los ordenamientos continentales se hace un ejercicio de autocrítica,



### 3.1. ¿Tienen los socios poder de decisión real o formal?

La lectura conjunta de los arts. 93 LSA, por un lado, y los arts. 9 h), y 123 y ss LSA, por otro, nos llevan a la conclusión de que el proceso decisorio en nuestras sociedades, es decir, el control, está compartimentado en dos órganos decisorios autónomos e independientes, y con competencias exclusivas, la junta de -todos- los socios y el órgano de administración. Dogmáticamente, este esquema se conoce como la estructura orgánica de la sociedad<sup>43</sup>. Con esta base, el derecho societario y nuestra tradición jurídica vienen entendiendo que la junta es un foro de reunión y de debate, de carácter colegiado, en el que se forja la voluntad de la sociedad<sup>44</sup>.

Pues bien, esta aspiración -acreedora de un modelo societario de base personalista o cerrada en el que los socios tienen el control y el poder de decisión- no se puede colmar por razones estructurales y organizativas en las grandes sociedades, en las que el control está necesariamente centralizado. Es verdad que los derechos continentales conforman a la junta como un órgano decisorio, con competencias de administración o de control. Esto es enteramente lógico, porque el control nace de la propiedad, lo ejercitan *algunos* socios. Dicho esto, a nadie se le oculta que las decisiones sociales, en la realidad no las toman quienes determinan las leyes, sino quienes de hecho, por su posición efectiva son quienes detentan el control. Por eso, las decisiones que competen a la junta en verdad no se adoptan en la junta como asamblea de socios, sino en el seno del poder de control. Y el control estará en manos de un socio mayoritario o en las de alianzas entre socios significativos, si la propiedad de la sociedad es concentrada, o en manos de los administradores o de un socio minoritario de control, si la propiedad es dispersa. Los socios dispersos o minoritarios no tienen *de facto* derechos de administración -pues los han delegado-, y no intervienen en el control.

Las reflexiones anteriores evidencian la cesura entre ley y mundo real, y la reacción habitual consiste en reforzar el cumplimiento formal de la letra de la ley -esta manera de pensar está muy enraizada en nuestra cultura jurídica y empresarial. La racionalidad de conducta se impone, y las decisiones se toman en el seno del control, pero *conservando la apariencia del orden de jure tradicional de nuestro derecho de sociedades, es decir, el de los modelos societarios personalistas*. Este fenómeno se puede caracterizar como el *formalismo en materia de junta*. El recurso al formalismo se detecta en dos niveles, en el sustrato dogmático o sistemático de fondo [v. *infra* a)], y en el meramente procedimental [v. *infra* b)].

---

especialmente significativo en el caso alemán, en el que el § 23. 5 AktG establece el “principio de rigidez formal de los estatutos”, se supone, que en interés de los socios y acreedores, v. H. HIRTE (1997).

<sup>43</sup> La teoría orgánica, que tiene sus orígenes inmediatos en Otto VON GIERKE, establece que hay imputación directa de las actuaciones de los órganos de la sociedad a la propia sociedad, a la persona jurídica. V. por todos K. SCHMIDT (2002, pp. 407 ss). No hay inconveniente en utilizar los términos persona jurídica -para referirnos a la organización nacida del contrato de sociedad- o al órgano -para referirnos a los sistemas de toma de decisiones-. Son parte de nuestro instrumental técnico convenido y aceptado, que nos ayuda a entendernos. Lo que no significa que se deba comulgar con la concepción antropomórfica de la sociedad que dio origen a dicha terminología, hoy en día superada por el desarrollo de la teoría económica de las organizaciones, v. J. TIROLE (2006).

<sup>44</sup> V. por todos SÁNCHEZ CALERO (2007, pp. 46-47).

a) En la vertiente sustantiva, la ley establece una distribución de competencias entre órganos de carácter exclusivo e imperativo, atribuyendo a la junta el status de órgano superior de la sociedad<sup>45</sup>. Con todo, esta declaración de principios no debe llamarnos a engaño. La distribución de competencias decisorias o de control está de hecho vacía de contenido: la ley no asigna competencias específicas, ni determina qué herramientas existen para asistir al intérprete en caso de conflicto. Esta falta de concreción normativa – unida a los costes administrativos asociados a la celebración de la junta general- ha facilitado *de facto* una interpretación pro-órgano de administración: se ha racionalizado el ejercicio del control a favor del órgano de administración, al que se le han venido asignando las facultades de administración o de gestión en toda su extensión<sup>46</sup>.

b) En la vertiente procedimental, la ley procura formalizar una ficción, la de que -todos- los socios, participando en la junta, deciden la voluntad social. La regulación administrativa viene a escenificar que se adoptan decisiones, ya tomadas por los *insiders*, a través de un espectáculo bien orquestado por toda clase de expertos y consultores que auxilian a los administradores<sup>47</sup>. En suma, las juntas se han convertido –como no podía ser de otra forma- en un ritual de reuniones rutinarias y protocolarias. En nuestra cultura empresarial está muy enraizada la idea de que la junta de accionista es un mero expediente que hay que cumplimentar, y cada nueva recomendación legal para revitalizar la ficción, en una nueva formalidad que encarece, pero no altera, el resultado final<sup>48</sup>. Como descargo, podríamos pensar acaso que esta mascarada es de balde, pero no lo es, de hecho sirve para oficializar o dar legitimidad jurídica a los intereses de los administradores y socios de control.

### 3.2. ¿Es conveniente “revitalizar” la junta de socios?

Se viene entendiendo que la enfermedad que aqueja a la junta radica en que no cumple la función que el derecho de sociedades le confiere, la de ser un foro de discusión y de acuerdo de las decisiones sociales. El problema entre nosotros –se dice- no es competencial, sino operativo: la baja participación del accionariado es la causa de la alteración de la estructura del gobierno de las

<sup>45</sup> La junta es un órgano que ocupa una posición superior respecto a los demás, esto es, los otros órganos están subordinados, G. ESTEBAN VELASCO (1982, p. 499); y SÁNCHEZ CALERO (2007, p. 38).

<sup>46</sup> En el orden material, se buscan fórmulas que minimicen el impacto imperativo de la regla de distribución de competencias. Se ensayan dos estrategias. Por un lado, se establece en la práctica que si la competencia para adoptar una decisión no está *de jure* asignada a un órgano en concreto, la regla supletoria es la competencia del órgano de administración. *Ergo*, las competencias de la junta están tasadas por la ley. Por otro, se garantiza que las competencias del órgano de administración sean excluyentes, que no se vean afectadas por interferencias de los accionistas. Se refuerza la primacía del órgano de administración, y esta fórmula se acaba trasladando a la junta, ESTEBAN VELASCO (1982, p. 497 ss); y BOQUERA y LATORRE (2005, pp. 36 y 54-55).

<sup>47</sup> Esta realidad está bien detectada en la doctrina, v. por todos, A. EMPARANZA (2003, p. 151).

<sup>48</sup> De hecho, esta situación ha sido denunciada por el Código Olivencia, reconociendo, como lo hacen otros códigos de buen gobierno de nuestro entorno, que la capacidad de la junta en las grandes sociedades para actuar como un órgano decisorio y de supervisión está sujeta a notables limitaciones estructurales. Frente a esto, la doctrina ha reaccionado generalmente con fuertes críticas, abogando por medidas que reactiven el papel legal de la junta, v. C. ALONSO LEDESMA (1999a) y A. RECALDE (2002). De hecho, tras el informe Aldama, se ha reforzado una orientación a favor de la junta como mecanismo nuclear de gobierno, en contraposición al papel predominante que se había venido dando por el gobierno corporativo al consejo, por entender que es una –indeseable- influencia anglosajona.

sociedades. El absentismo accionarial es la raíz del problema y debe ser remediado<sup>49</sup>. En esta línea de actuación debe interpretarse la directiva 2007/36/CE de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas en sociedades cotizadas (publicado en el Diario Oficial de la Unión Europea el 14 de julio de 2007).

Este análisis despierta varias objeciones. La primera es que no tiene en cuenta que *el debate sobre el activismo accionarial y la apatía de los accionistas cambia radicalmente ante la presencia de socios mayoritarios*. Entonces, el absentismo deja de ser un obstáculo a vencer en si mismo. Pues, aunque dispusiéramos de todos los incentivos imaginables para facilitar la participación, en definitiva no se avanzaría mucho, porque el escenario principal no se vería alterado: los minoritarios saben que su voto no cuenta si hay uno o varios socios de control. En esta sede, dar poder a los accionistas debe entenderse en sus justos términos: es el mecanismo para que los accionistas de control confirmen sus derechos de control frente a quienes simplemente los administran o gestionan, los administradores.

Por otro lado, las medidas legales que se ensayan para dinamizar la junta no siempre contribuyen a activar su capacidad de decisión. En cambio, agravan considerablemente los costes administrativos –esta tendencia regulatoria se puede observar claramente desde la ley de transparencia<sup>50</sup>. Es innegable que el formalismo *de jure* presenta ventajas *ex ante* –presta transparencia y publicidad a las decisiones, lo cual frena y previene maniobras abusivas-, y *ex post* –permite que los tribunales revisen con mayor facilidad la legalidad y consistencia de las decisiones tomadas en junta-. Pero es un sistema caro –aumenta considerablemente la complejidad legal-, y, a la postre puede perjudicar a quienes se pretende favorecer, a los socios, y beneficiar a quienes se pretendía someter, a los *insiders* –y sus abogados-. Dos razones permiten avalar este juicio. La primera es que si aumentan los costes, se crean más incentivos para tratar de sortear el expediente de la junta, y así desviar la toma de determinadas decisiones al Consejo. La segunda es que a los *insiders* no les interesa que se reduzcan los costes administrativos asociados al formalismo, porque este puede legitimar sus actuaciones, estampando un sello de legalidad formal a las mismas, aunque no sean leales y desinteresadas, y de cara al público les puede ayudar a camuflar sus intereses individuales detrás de una supuesta defensa del accionista. No es de extrañar, por lo tanto, que *los mayores beneficiarios de la gradual complicación procedimental y técnica de las juntas sean los consultores y abogados*<sup>51</sup>. Por un lado, asesoran “más” a sus clientes tradicionales, los administradores, eso sí, a cargo de la sociedad. Sirven, por consiguiente, a sus mandantes, a los administradores –y socios de control, en su caso- y a sus intereses<sup>52</sup>. Pero a la par se ha abierto igualmente un nuevo segmento de negocio para consultores y abogados:

---

<sup>49</sup> C. ALONSO LEDESMA (1999a, pp. 635-637).

<sup>50</sup> Los costes administrativos que conlleva la celebración de las juntas están bien tratados por CLAUSSEN (2002).

<sup>51</sup> V. J. L. ÁLVAREZ, y J. E. RICART (2005).

<sup>52</sup> Se observa empíricamente una correlación entre asesoría legal en relación con el voto y la importancia de la sociedad, tanto en tamaño como en resultado. Así, las sociedades grandes y productivas tienden a invertir más recursos en abogados especializados, y también a admitir propuestas de los accionistas en el orden del día de la junta. Los resultados de las votaciones avalan a los administradores. En cambio, en sociedades más pequeñas o mal gestionadas, la contratación de servicios legales es menor y los resultados de las votaciones son con más frecuencia contrarios a los administradores, v. S. L. GILLAN y L. T. STARKS (2000).

asesorar a los socios dispersos, que necesitan importante prestación de servicios profesionales si quieren actuar colectivamente para defender sus intereses<sup>53</sup>.

Por último, entre nosotros se ha acogido con entusiasmo el llamado *activismo accionarial* y a uno de sus protagonistas más significativo, los inversores institucionales<sup>54</sup>. Antes de nada, es conveniente hacer una observación previa, y es que buena parte de las reformas en materia de gobierno corporativo realizadas en Europa siguen la estela de los países anglosajones<sup>55</sup>. Su influencia ha sido sin duda positiva, pero sus recomendaciones no parecen ser decisivas para reducir los conflictos de interés en relación con socios de control<sup>56</sup>. Se trataría entonces de identificar las herramientas de buen gobierno que se ajustan a los problemas específicos que presentan un gran número de sociedades europeas<sup>57</sup>. Bien mirado, el activismo accionarial es lo que vienen practicando en nuestras sociedades los socios de control. Y las políticas en esta dirección les favorecen: refuerzan su poder de control frente a los administradores<sup>58</sup>. Un observador algo cínico podría incluso decir que con este tipo de reformas parece que los legisladores europeos adoptan políticas para mejorar el gobierno y combatir los conflictos de interés, manteniendo las rentas de los socios de control intactas<sup>59</sup>. Esta observación se comprueba en relación con las reformas –unas realizadas, otras por realizar– con el fin de promover el activismo accionarial y facilitar el voto, mientras que la junta cumple un pobre papel limitando el poder de los socios de control en supuestos de conflicto de interés<sup>60</sup>.

---

<sup>53</sup> Los estudios empíricos atestiguan que las recomendaciones de las asociaciones de accionistas, en particular, la ISS ([www.issproxy.com](http://www.issproxy.com)), que es prácticamente la monopolista de estos servicios en Estados Unidos, afectan al sentido del voto de los accionistas en contra de los administradores. El éxito de la recomendaciones para vetar las propuestas de retribución de los administradores está contrastados por A. G. MORGAN y A. B. POULSEN (2001).

<sup>54</sup> Por activismo accionarial debemos entender cualquier actividad cuyo propósito sea influir en el destino de la sociedad, pero sin obtener el control. Por lo tanto, comprende tanto iniciativas en los cauces institucionales de la sociedad, –tal es el caso de la junta de socios–, como actuaciones y contactos de carácter privado con los *insiders* (S. L. GILLAN y L. STARKS, 1998). Esta manera de intervenir de los socios en los asuntos sociales tiene su *habitat* natural en las sociedades de capital disperso, y ha sido tradicionalmente visto por la doctrina como un remedio para controlar los costes de agencia y alinear la gestión de los administradores a los intereses de los accionistas.

<sup>55</sup> Esta línea de actuación se observa en los Códigos de Gobierno de los distintos países europeos. Una clara muestra de las pautas del gobierno corporativo, muy marcada por el papel de los administradores y los consejos, es el trabajo de T. BAUMS y K. E. SCOTT (2005), especialmente significativo porque uno de los coautores es el artífice de los códigos de buen gobierno alemán.

<sup>56</sup> Hasta el momento no hay evidencia de que los instrumentos de gobierno corporativo diseñados para reducir los costes de agencia de las sociedades con capital disperso –básicamente, la reestructuración del Consejo–, tengan alguna incidencia en la disciplina del socio de control, D. DENIS y J. MC. CONNELL (2003).

<sup>57</sup> Los escándalos Enron y Parmalat, a ambos lados del Atlántico, ilustran bien la distinción. En Enron, el fraude consistió en maniobras contables de los *managers* para disfrazar los resultados sociales ante el escrutinio de las bolsas, con el objeto de beneficiarse de una cotización sobrevalorada en interés particular (a través de la venta de acciones o de los esquemas retributivos ligados a resultado, como las *stock options*). En Parmalat el esquema de la expropiación es completamente otro. Aquí, el socio de control expropió a los minoritarios a través de operaciones de *self-dealing*. Para un apunte, J. C. COFFEE (2005).

<sup>58</sup> P. BOLTON y E. VON THADEN (1998); y E. MAUG (1998).

<sup>59</sup> L. ENRIQUES y P. VOLPIN (2007, p. 138).

<sup>60</sup> En este terreno, en cambio, la influencia norteamericana en nuestro derecho es inexistente. La regla que se aplica en materia de conflictos de interés mayoría-minoría es que la operación sea aprobada por la mayoría de los socios minoritarios, S. BAINBRIDGE (2002a, p. 336). De hecho, la evidencia muestra que el derecho de los minoritarios a votar en transacciones interesadas del socio de control es una medida especialmente eficaz, v. DJANKOV, LA PORTA, LOPEZ DE SILANES y SCHLEIFER (2006).

El caso de los inversores institucionales también merece alguna consideración. Se trata de averiguar si su presencia en las sociedades se puede asociar empíricamente a una mayor rentabilidad. Este análisis es cierto en el caso de desinversión: los estudios empíricos establecen que la venta de acciones tiene efectos disciplinantes sobre los administradores y provoca cambios en la estructura de gobierno de las sociedades<sup>61</sup>. En cambio, su presencia activa e influyente en las sociedades es controvertida<sup>62</sup>. Primero, porque tienen sus costes, en particular los conflictos de interés, que en algunas ocasiones pueden superar sus beneficios<sup>63</sup>. Segundo, porque un estudio más detenido permite pensar que el binomio activismo-rentabilidad es más complejo de lo que parece a primera vista<sup>64</sup>. En trazos gruesos, podríamos dividir a los inversores institucionales en dos grandes grupos. Por un lado, están los fondos indexados, y por otro lado, los *hedge funds*. Los primeros tienen pocos incentivos para intervenir en mejoras estructurales de gobierno, porque su objetivo es competir en rentabilidad con otros fondos, y lo normal es que al tener diversificada sus inversiones, otros fondos se vayan a beneficiar igualmente del incremento por esta vía del valor de la empresa<sup>65</sup>. Los segundos, en cambio, sí que parecen intervenir activamente en la sociedad porque su política no es la de diversificar, sino la de adquirir participaciones significativas en una sociedad en particular<sup>66</sup>. La contrapartida es que entonces, se convierten en *insiders*, y pueden tener incentivos para maximizar sus intereses particulares, en conflicto con los intereses de los inversores dispersos.

#### **4. Bases del sistema de protección de los socios -minoritarios- a través de la junta de socios**

##### **4.1. Replanteamiento de la función de la junta: la reducción de los conflictos de interés**

1) Las insatisfacciones anteriormente descritas permiten pensar en la conveniencia de revisar el planteamiento tradicional merecería ser revisado desde una óptica funcional. El fundamento de la junta de socios no sería lograr la democracia accionarial, ni la de hacer partícipes del control -el poder de administración- a los accionistas. *La iniciativa de que los socios participen en el gobierno de la sociedad a través de la junta persigue el objetivo de frenar el oportunismo de los insiders frente a los accionistas que no lo son*. Esta es la idea que está en la base de la distribución competencial: los accionistas no controladores -minoritarios o dispersos- delegan el poder de decisión, pero se guardan la facultad de fiscalizar su ejercicio. Así visto, la junta no tendría esencialmente una función productiva de gobierno, como sí la tiene la centralización de las decisiones empresariales

<sup>61</sup> R. PARRINO, R. SIAS, y L. STARKS (2003).

<sup>62</sup> La bondad de estos inversores se ha puesto en duda, v. B. BLACK (1998). Y también se ha puesto en cuestión su activismo, por la falta de incentivos, y de motivación debido al *free-riding*, R. C. POZEN (1994).

<sup>63</sup> No todos los inversores son iguales, ni tienen la misma política. Los costes más importantes que se les achacan son dos. Primero, que corren el riesgo de ser capturados por los administradores, y convertirse en *insiders*. J. BRICKLEY, R. LEASE y C. SMITH (1988) determinan que las compañías aseguradoras y los fondos de pensiones, si hacen negocios con la sociedad, votarán con el *management*; en el mismo sentido, R. ROMANO (1993). El segundo coste es que son cortoplacistas, y les falta la capacidad y la experiencia para atar corto a los administradores (M. LIPTON y S. A. ROSENBLUM, 1991).

<sup>64</sup> S. GILLAN y L. STARKS (1998).

<sup>65</sup> A. R. PALMITER (2002).

<sup>66</sup> M. BRECHT, J. FRANKS, C. MAYER y S. ROSSI (2006).

en el órgano de administración, sino distributiva, sirviendo de límite al poder de administración o de control. Dar derecho de voto a los socios no se justifica porque sean los más aptos para tomar decisiones productivas, que no lo son, ni pueden serlo por carecer de la información interna de la sociedad, sino porque sí son los más aptos para proteger sus inversiones frente a quienes tienen el poder de decidir o de controlar la sociedad, los *insiders* <sup>67</sup>.

Esta función de fiscalización de la junta es más decisiva en las sociedades de capital concentrado que en las sociedades de capital disperso, y ello no se debe, como podríamos pensar a primera vista, a la atribución legal de competencias a la junta, sino más bien a la articulación normativa de los deberes de lealtad de los *insiders*. En efecto, el mecanismo jurídico capital para proteger a los socios del oportunismo de los controladores son los deberes de lealtad. En las sociedades de capital disperso, los accionistas delegan en los administradores las facultades de control, y por eso la protección jurídica primordial de los intereses de los accionistas se articula a través de los deberes de lealtad de los administradores, que se sustentan en –al menos idealmente– eficaces acciones de responsabilidad. En este escenario, la junta estaría diseñada principalmente para dar incentivos adicionales a los administradores mediante la amenaza de que pueden ser cesados. Adicionalmente, la junta puede tener un papel profiláctico de aprobación o censura de la actuación de los administradores en materias centrales del contrato social, o una función más amplia de régimen de gobierno, suministrando reglas a las que debe sujetarse el ejercicio del control. En estos términos, el voto de los accionistas puede contribuir a reducir los conflictos de interés entre los administradores y los accionistas, y con ello, a maximizar el valor de la sociedad<sup>68</sup>.

En cambio, en las sociedades de capital concentrado, en las que hay un núcleo de socios de control, los conflictos de interés son sustancialmente entre socios y, por eso, la junta es la médula del sistema de protección societario de los socios –en la junta se articulan y representan los intereses de los accionistas–. En este escenario, el control está en manos de uno o varios socios, y los socios minoritarios no tienen el poder de excluirlos de la sociedad si no cumplen, pero lo que sí pueden hacer es cerciorarse de que las decisiones que tomen en el marco del contrato social no les vayan a perjudicar. Como quienes ostenten el poder de decisión en el seno de la junta tienen el control de la sociedad, la buena fe les impone el deber de velar por los intereses de los socios sin derechos de control. Por eso no debe extrañar que los deberes de lealtad de los socios de control en las jurisdicciones de capital concentrado se hayan desarrollado en torno al ejercicio leal

---

<sup>67</sup>Por influencia de la doctrina italiana, parte de nuestra doctrina extiende las competencias de la junta a lo que llaman la “iniciativa empresarial”, las referencias en I. FERNÁNDEZ TORRES (2007, pp. 343 ss). La idea es que las operaciones que impliquen un riesgo empresarial importante y extraordinario deberían estar sometidas a la voluntad de los socios. Esta consideración no se puede compartir. Fuera de la determinación de la actividad, que queda consignada en el objeto social, su desarrollo empresarial y estratégico está conferido al órgano de administración –esta es la inteligencia de la *business judgment rule*–. Esta orientación entronca con otra cuestión, la de las instrucciones de la junta al órgano de administración. En mi opinión, este debate pretende formalizar algo obvio: en las sociedades de capital concentrado, el socio o los socios de control –no la junta– gobiernan de manera informal la política empresarial de la sociedad.

<sup>68</sup> El argumento de la reducción de costes de agencia es la explicación más plausible en relación con el voto de los socios en determinados asuntos. La idea es que los accionistas, en tanto *residual claimants*, son quienes más tienen que perder como resultado de cambios en la organización social. El voto es simplemente un mecanismo de supervisión adicional para poder defender su inversión en las situaciones en que más se necesita, v. F. H. EASTERBROOK y D. R. FISCHL (1983, p. 416).

del derecho de voto, que se sustenta en la impugnación de los acuerdos sociales. La junta es prácticamente la única vía *de lege lata* para fiscalizar el poder de decisión o de control, cuando no lo tienen los administradores, sino los socios de control.

Dicho esto, cada ordenamiento puede asignar distinto grado de competencias a la junta, otorgándole mayor o menor relevancia –dentro del entramado social- a su tarea de velar por la distribución pactada. Lo que es indudable es que en las sociedades de capital concentrado, en la junta se vienen residenciando las decisiones sociales relativas al contrato de sociedad y a las relaciones contractuales entre los socios, porque el poder de control o de administración del socio mayoritario lo legitima su participación mayoritaria en la sociedad, luego necesariamente en la junta tomará decisiones de control. Pero cuanto más disperso es el capital, estas competencias pueden permanecer en sede de junta, o por razones de eficiencia, trasladarse al órgano de administración, y entonces la junta de socios se vertebraría como una máquina electoral para el recambio eventual de los administradores.

2) Con todo, es importante subrayar que la articulación de un sistema de control de la gestión a través de la junta debe resultar eficiente. Es decir, los beneficios que induzca deben ser superiores a los costes que comporte. En el apartado de los costes debemos contar los costes intrínsecos al funcionamiento de la junta. En los sistemas de capital disperso, los costes del voto- los costes de la participación y del *hold up*, y los costes institucionales y legales del sistema de voto-. En los sistemas de capital concentrado, dada además la tradición jurídica imperante en ellos, los costes de impugnación y los costes legales, que en este caso provienen de la estandarización y del formalismo. Sobre estas cuestiones se reflexionará en detalle más adelante, pero lo que debe quedar claro en este momento es que son costes no desdeñables.

Adicionalmente, también debemos evaluar cuáles serían las herramientas alternativas con que contaríamos para cumplir el mismo objetivo, la reducción de los costes de agencia. Si los mecanismos alternativos fueran menos costosos –para un similar nivel de eficacia- lo razonable es que sustituyeran en sustancia a la junta en esa tarea. Lo cierto es que los mecanismos alternativos están más ensayados en los sistemas legales con amplia dispersión del capital. En particular, la disciplina del mercado y el control de la gestión a través del consejo y, sobre todo, las acciones de responsabilidad de los administradores. En cambio, en los sistemas jurídicos de capital concentrado, la disciplina de los *insiders* está menos explorada. En este contexto, los mecanismos de mercado son menos efectivos –no opera con alcance comparable el mercado de control y hay una baja capitalización bursátil-. Por otro lado, los instrumentos jurídicos para responsabilizar del ejercicio de la gestión son insatisfactorios. Como es sabido, las acciones de responsabilidad frente a los administradores son ineficaces –los costes procesales de la acción social de responsabilidad, así como los costes procedentes de nuestro derecho de daños, que se ajustan mal a las necesidades de responsabilidad de los administradores, han sido puestos de manifiesto por nuestra doctrina<sup>69</sup>-. La situación es, si cabe, peor en relación con la responsabilidad del *insider*, del socio de control, que como administrador oculto toma las decisiones de gestión: hoy por hoy, su posición es prácticamente intocable. En estas condiciones, es evidente que la única herramienta

---

<sup>69</sup> C. PAZ-ARES (2003a); y F. GÓMEZ POMAR y I. SÁEZ LACAVE (2007).

viable de *lege lata* para poner coto a las decisiones redistributivas de los socios de control es mediante la junta, aunque se trate de una solución costosa. De *lege ferenda*, sería recomendable indagar mecanismos alternativos de disciplina de los socios de control que pudieran hacer más productivas a nuestras sociedades.

#### 4.2. Votar o litigar

1) En el apartado anterior he avanzado la idea de que la principal funcionalidad de la junta sería la de proteger las inversiones de los socios frente al oportunismo de los *insiders*. Su cometido fundamental sería como límite al control, al poder de tomar decisiones sociales, al poder de administración. Pues bien, este cometido se articularía técnicamente de distinta manera –y con distinta intensidad- si el poder de decisión o de control lo ejercen administradores o si lo ejercen socios. En un caso se canalizaría esencialmente a través del voto, en el otro a través de los deberes de lealtad. La idea rectora es que si el control está en manos de los administradores, el derecho debe garantizar que el voto de los socios dispersos sea un arma eficaz para poner freno al oportunismo de dos maneras fundamentales: dictando reglas de gobierno de la sociedad que aten corto a los administradores, o cesándolos. En cambio, si el control lo ejercen socios, la función de la junta es más determinante para supervisar la lealtad de los socios para con sus consocios en el ejercicio del poder de decisión. En este escenario, el derecho debe tratar de garantizar que los socios no utilicen el poder que les confiere la regla de la mayoría para obtener ventajas a costa de la sociedad o para dañar a la minoría y, por este motivo, sería razonable que las decisiones que afecten a la estructura y a la organización de la sociedad y otras que de modo similar puedan afectar a esos intereses de protección, se sometan a la luz y taquígrafos de los socios minoritarios –y, en su caso, de los mercados-. De estas cuestiones me ocupo a continuación.

##### a. El control por los administradores

Si el control lo ejercen los administradores, el esquema de decisión por la junta responde al modelo de *reglas de propiedad ex ante o en manos de los socios*<sup>70</sup>. El peso principal de la eficacia en la supervisión de los socios a la actividad de los administradores recae sobre el *sistema de voto*. El carácter decisivo del voto se liga a la idea de mecanismos protectores con virtualidad preventiva ex ante: si los socios –los propietarios residuales de la empresa social- pueden bloquear o votar cualquier propuesta que no les satisfaga, el perjuicio al interés de la sociedad –los socios dispersos- se puede prevenir antes de que aparezca.

En abstracto, la aptitud del mecanismo del voto como sistema para adoptar decisiones anti-expropiatorias o de límite del control está directamente correlacionada con la dispersión del capital<sup>71</sup>. En concreto, su operatividad está sometida a dos clases de costes importantes.

---

<sup>70</sup> Los conceptos de reglas de propiedad y reglas de responsabilidad se deben a G. CALABRESI y A. D. MELAMED (1972).

<sup>71</sup> La experiencia empírica pone de relieve que la estructura de propiedad afecta a los resultados de la votación. El porcentaje de votos favorables al management aumenta en presencia de inversores con amplia participación en la sociedad, v. J. E. BETHEL y S. L. GILLAN (2002, p. 50). Esta orientación es muy interesante, porque la doctrina económica tradicional venía entendiendo que la presencia de inversores fuertes reducía los costes de agencia de



(i) Por un lado, se cuentan *los costes de negociación o de participación –el conocido problema de acción colectiva– y el riesgo de hold-up o de extorsión –que se hace más liviano en la medida en que el colectivo de socios es amplio y disperso*. Estos costes –típicos de las sociedades con capital disperso, si los socios tienen poder de decisión *ex ante*–, son difíciles de atajar del todo. Lo cual explica que en las jurisdicciones con una base amplia de sociedades de capital disperso, como puede ser el caso de Estados Unidos, la junta haya estado comúnmente infrautilizada como mecanismo de gobierno: tradicionalmente el control de los *managers* se ha encomendado a otros mecanismos jurídicos (*ex post*, como la responsabilidad) o de mercado que se han entendido más eficientes o menos gravosos. De hecho, no es casual que las propuestas que patrocinan el resurgir de la junta coincidan con el retroceso del mercado de control societario. No sorprende entonces comprobar que la junta sea, en estos contextos jurídicos, un instrumento de carácter excepcional y que sean contados los asuntos que pasan por este proceso. Con todo, la junta se reserva un mecanismo poderoso para obligar a los administradores a rendir cuentas frente a sus principales: la capacidad de cese o de sustitución. Para que este mecanismo sea efectivo, es preciso que la posición de los administradores sea realmente vulnerable o contestable, lo cual coloca como pieza fundamental de la operatividad de la junta el diseño legal de la mecánica del voto, al que se refiere la sección IV más adelante.

(ii) Por otro lado, la posición privilegiada de los administradores en relación con el funcionamiento de la junta, consagrado por *el contexto institucional y legal, en todas las jurisdicciones*. En efecto, los administradores tienen amplios poderes para controlar la operativa de la junta, los cuales pueden ofrecer espacio a que se concreten los incentivos a promover sus intereses también en este contexto. Las reglas técnicas sobre el funcionamiento de la junta se dividen en dos grupos: las normas relativas a su convocatoria y confección del orden del día, y las normas relativas al voto. El primer grupo de normas nos revela la medida del poder del *insider*: quien tenga en su mano el poder de disponer qué asuntos y en qué términos ven la luz en la junta, tiene la llave del control del proceso de la junta. El segundo grupo de reglas afectan directamente a los costes en los que incurre el socio participante para ejercitar sus derechos. En buena lógica, tales normas deben buscar la reducción de tales costes intrínsecos: reglas que faciliten asistir a la junta, votar si se está ausente (delegación del voto o sistemas de voto a distancia). Pues bien, la experiencia indica que los ordenamientos han dado ventaja a los administradores en este campo, y que los administradores han buscado –por activa y por pasiva– forzar el marco legal en su interés.

---

los administradores, v. por todos, A. SCHLEIFER y R. VISHNY (1986). Todo parece indicar que los grandes accionistas se convierten en *insiders*, participan del control.

## b. El control por los socios mayoritarios

Si el control lo ejercen uno o varios socios de control, el esquema de decisión por la junta responde en cambio al modelo de *reglas de propiedad ex post o en manos de los tribunales*. En estas sociedades, el control lo determina la propiedad en el capital, luego los conflictos relativos a la administración serán entre socios. Por tanto, una propuesta que hipotéticamente afecta negativamente a las inversiones de los socios minoritarios puede, por la fuerza del principio mayoritario, prosperar sin el consentimiento de la minoría disconforme, pero se sujetará a supervisión, a fin de que la minoría no pueda ser expropiada por la decisión mayoritaria<sup>72</sup>. Esta protección de los socios minoritarios no se articula –no puede, lógicamente, siquiera– aquí a través del sistema de participación y voto, que es impotente ante la voluntad de la mayoría, sino que se expresa a través de los deberes de lealtad de los socios de control, cuyo cumplimiento en el caso es objeto de revisión judicial.

Al contrario del caso anterior, el principio mayoritario favorece en principio al *insider*, aquí el socio de control, pues puede decidir en principio libremente –el principio mayoritario hace que el socio mayoritario tenga el derecho a decidir sobre la totalidad de los recursos sociales-. Ahora bien, los tribunales pueden revisar la legitimidad del acuerdo adoptado en función de un estándar –idealmente– objetivo e implementable, el de los deberes de lealtad.

Los costes de este sistema, que también los tiene, son también de dos tipos, aunque bien distintos de los que concurren en el caso del control por los administradores: **(i)** los costes de juicio o de decisión –la eficiencia del sistema judicial, la calidad de los jueces, el riesgo de error en este tipo de decisiones, los costes de impugnación, etc–, costes que los ordenamientos continentales han tratado de reducir a través de regulaciones jurídicas de tinte más bien formalista que permitieran estandarizar y hacer más fácil y predecible la toma de decisiones *ex post* por el juez; y **(ii)** los costes de extorsión o *hold up* por parte de los minoritarios, pues la protección de la minoría a través de este sistema tiene la contrapartida de que la amenaza de la impugnación sea utilizada para sacar mayor cuota de la que les correspondería<sup>73</sup>.

**(i)** El primero es que la revisión judicial del acuerdo se realiza conforme a unos estándares, presunta e idealmente objetivos, de lealtad y de buena fe: *la existencia*

---

<sup>72</sup> Nótese que guarda similitudes con una regla de responsabilidad, pero también diferencias: lo habitual en una regla de responsabilidad es que el juez valore el perjuicio sufrido por los minoritarios, y obligue a la sociedad a compensar. En cambio, es común en los ordenamientos que el juez no ponga precio, sino que simplemente anule la decisión impugnada si no le parece adecuada, oportuna o ponderada. Se trata de un instrumento más efectivo contra la expropiación, porque habrá veces que la deslealtad del socio de control sea cuestión de precio, sea compensable –caso del precio de canje de las acciones en una fusión o de las acciones en un freeze-out–, pero muchas otras en las que simplemente la decisión es contraria a la voluntad contractual de las partes.

<sup>73</sup> Esta cuestión está bien detectada por la doctrina alemana, para un apunte, K. SCHMIDT, (2002, pp. 863-864).

*de unos derechos inexpropiables por parte de los mayoritarios*<sup>74</sup>. Se trata de límites sustantivos frente a la regla de mayoría, que leemos –o, en el caso de algunos de los mismos, queremos leer– en las reglas legales aplicables y no en la autorregulación contractual de los socios, probablemente por las dificultades intrínsecas de que los socios minoritarios puedan contractualizar tales límites de forma razonablemente precisa y a bajo coste de transacción en los estatutos de la sociedad.

A la cabeza de esos derechos está la regla del reparto ecuánime de los dividendos en función de la participación en la sociedad. Pero hay otros, como que la mayoría no puede excluir al socio minoritario por su propia voluntad, ni excluir o limitar el ejercicio de sus derechos como, por ejemplo, el de suscripción preferente (art. 159. 2 LSA), o imponer nuevas obligaciones a los socios (art. 145. 1 LSA), ni puede modificar la estructura económica o jurídica de la sociedad, entre otros.

(ii) El segundo sustento del sistema es conformar la junta como un mecanismo de “supervisor externo” (*gate-keeper*): se trataría de que la junta se articule en mecanismo de salvaguardar los intereses contractuales y legales de los socios minoritarios. Determinadas decisiones, que afectan a las bases de la organización, se deben ratificar en junta, a modo de filtro adicional que aumenta la probabilidad de garantizar de que van a ser respetados los derechos de propiedad –sobre su inversión– de los socios minoritarios.

(iii) El tercer elemento es la transparencia. Las decisiones sociales sensibles para los intereses de los socios minoritarios se adoptan, al menos formalmente, en público. De otra manera, serían opacas para los socios que carecen del poder material de decisión. Justamente en este contexto deben articularse los deberes de información de los administradores –que tienen su anclaje legal en el derecho de información del accionista (art. 112 LSA)– en relación con los asuntos que se han de tratar en junta. La información que deben suministrar sería, sobre todo aquella sensible para los minoritarios, sobre todo la que se refiere a los conflictos de interés. De hecho, la experiencia atestigua que en aquellas operaciones que son generalmente detectadas como potencialmente expropiatorias, la ley concreta la información que necesariamente se ha de suministrar. El caso paradigmático son los informes en la fusión. Acaso de forma paradójica el propósito de tales deberes no es tanto producir votos informados –en todo caso, irrelevantes para la adopción efectiva de la decisión– cuanto proporcionar a los socios sin poder de decisión efectiva un instrumento de autodefensa que opera en dos planos: en primer lugar, disuadiendo *ex ante* por la fuerza de la regla que aconseja no hacer aquello que no se pueda contar; en segundo lugar, la disuasión que resulta del

---

<sup>74</sup> Esta noción está muy asentada en Alemania y se conoce como “allgemeine Mitgliedschaftsrechte”, y entre nosotros, como los derechos individuales del socio. Sobre este particular, M. SÁNCHEZ RUIZ (2000, pp. 82 ss). Lo que importa reseñar es que estos derechos contractuales de la condición de socios no pueden ser derogados por la mayoría, emparando su interés particular en el interés social.

riesgo de litigación, pues si aún y todo, se adoptan decisiones de manera ilegítima, el ordenamiento facilita con la mayor información que los tribunales revisen el fondo –y no solo la forma– de la decisión adoptada por la mayoría.

#### 4.3. ¿Qué decisiones?

1) Hemos comprobado que en cada jurisdicción –según sean dominantes las sociedades de capital disperso o las sociedades de capital concertado– se someten mayor o menor número de asuntos a la junta. Hay voces en ambos ámbitos que se pronuncian a favor de ampliar las competencias de la junta. A continuación, el análisis se centrará en los ordenamientos de capital concentrado, como los de derecho continental, porque en estos ámbitos la cuestión es más trascendental, ya que, de *lege lata*, la junta de socios constituye la médula de la protección de los derechos de propiedad de los socios, ante lo que es un peor funcionamiento del mercado de control societario y los instrumentos del sistema de responsabilidad (litigación sin acciones de clase, sin daños punitivos, sin *contingency fees*).

En principio, deberían someterse a la junta aquellos asuntos que potencialmente puedan alterar la distribución del resultado pactado entre los socios, si de lo que se trata es de proteger las inversiones de los socios en la sociedad<sup>75</sup>. Desde la óptica societaria, esto es justamente lo que se quiere expresar cuando se habla de la posición jurídica de los socios: no en vano se viene entendiendo que la junta sería competente en asuntos que tengan trascendencia en relación con la posición o intereses contractuales de los socios<sup>76</sup>. Por lo tanto, y como regla general, no sólo se precisa la intervención de la junta para la modificación directa del contenido de los derechos y deberes de los socios, sino también para las modificaciones de la estructura financiera o jurídica de la sociedad, pues indirectamente pueden tener consecuencias sobre la posición jurídica de los socios.

Para concretar las decisiones que deberían reservarse a la junta, parece razonable analizar las vías de expropiación o de oportunismo que utilizan los socios mayoritarios (el llamado *tunneling*). Técnicamente, puede ser de dos tipos<sup>77</sup>. Los socios de control pueden reasignarse nominalmente derechos de control con el fin de afianzar su poder en la sociedad, a través de operaciones que modifiquen su participación en la cifra de capital –lo que la literatura financiera denomina *tunneling* financiero [v. *infra* a)]. La segunda vía es el llamado *tunneling* operacional o transaccional, y se trata de operaciones en las que materialmente salen activos de la sociedad sin mediar la oportuna o adecuada contraprestación [v. *infra* b)].

---

<sup>75</sup> La protección jurídica de los derechos de propiedad frente a la expropiación tiene en nuestros ordenamientos rango constitucional. Esta declaración se hace expresa en la sentencia del Tribunal Supremo alemán relativa al caso *Macotron*, de 25 de noviembre de 2002, en un caso de *delisting*, [ZIP (2003), pp. 387 ss].

<sup>76</sup> Nuestra mejor doctrina establece que la junta es competente para determinar la estructura y organización económica y jurídica de la sociedad, v. G. ESTEBAN VELASCO (1987, p. 413); y del mismo autor (1994b, p. 394). Esta es la misma idea que se manifiesta desde una perspectiva contractualista cuando la doctrina americana solicita que sean los socios quienes tengan el poder de determinar las reglas de la sociedad, L. BEBCHUK (2005).

<sup>77</sup> JOHNSON ET AL. (2000, pp. 22-27).

a) En la experiencia pasada e internacional, los atropellos más sonoros a los derechos de los minoritarios se han realizado tradicionalmente a través de la primera vía<sup>78</sup>. Por eso, el aprendizaje y la reacción normativa frente a este tipo de abusos han llevado a que nuestros ordenamientos estén relativamente bien pertrechados para combatirlos. Buena prueba de ello son la regulación de la fusión o del aumento del capital, con el objeto de evitar los riesgos de dilución. El ordenamiento obliga a que en la junta se compruebe escrupulosamente que la decisión de aumento o de fusión no es abusiva. Es más, es fácil vaticinar que la experiencia acumulada en la doctrina, en los países de Derecho codificado, sirva para detectar el riesgo de la expropiación nominal de los minoritarios en operaciones novedosas o poco ensayadas hasta el momento. Y podamos, en consecuencia, someter tales operaciones potencialmente expropiadoras de los socios minoritarios a las cautelas y salvaguardas que tan buen resultado han rendido<sup>79</sup>. Un buen ejemplo nos lo ofrecen los mecanismos para deshacerse de los minoritarios, las llamadas operaciones de *freeze out* o de *squeeze-out*. Estas operaciones, aunque productivas en muchos casos, presentan riesgos de dilución similares a los que ya conocemos<sup>80</sup>. Otro supuesto afín es el conocido como “mediatización”, que implica la redistribución de parte de los derechos de los socios ejercitables en la junta a los administradores. Este fenómeno se produce en las operaciones de filiación, de las que hablaremos en el apartado siguiente.

b) Cuestión distinta es la expropiación transaccional u operacional. En este ámbito, los derechos continentales presentan tradicionalmente un déficit de protección de los socios minoritarios. La razón no se escapa: estas operaciones suelen estar catalogadas como operaciones de gestión, y se deciden normalmente por el órgano de administración. A diferencia de lo que sucede con las decisiones de la junta, las decisiones adoptadas por el órgano de administración están sometidas a escasas cautelas y son objeto de un escaso nivel de escrutinio. El único límite bien establecido es que la actuación del órgano de administración se circunscriba a los contornos del objeto social. Bien es cierto que al menos en parte las políticas de gobierno corporativo han venido a enmendar esta laguna. Pero con todo, mecanismos tan elementales para frenar la expropiación, como la responsabilidad por infracción de los deberes de lealtad de los propios administradores, están todavía infradesarrollados entre nosotros. Esta situación de desprotección de los socios minoritarios se agrava cuando es el socio de control (tercero formal, en relación con las decisiones de los administradores) y no el administrador, quien se beneficia de tales operaciones de gestión.

2) Así las cosas, se comprende que los sistemas jurídicos continentales reaccionen redirigiendo la adopción de decisiones “de riesgo” al ámbito de la junta. Esto es justamente lo que viene sucediendo en relación con las operaciones de segregación de activos [v. *infra* a)] o de filiación [v.

---

<sup>78</sup> El *tunneling* financiero es el que es potencialmente más expropiatorio, pero la experiencia indica que se puede someter razonablemente a través de regulación, V. ATANASOV, B. BLACK, C. CICCOTELLO y S. GYOSHEV (2007).

<sup>79</sup> T. KIRCHMAIER y J. GRANT (2007) advierten que esta batalla no está ganada. Estudian varias operaciones recientes de cambios de control en las que los minoritarios han salido perjudicados. Lo cual indica que las reformas habidas en este campo no son todavía satisfactorias para frenar el poder –también político– de los bloques de control.

<sup>80</sup> En este sentido, C. PAZ-ARES (2003b).

*infra* b)). Se trata de operaciones cuya competencia estaría asignada nominalmente al órgano de administración, pues son operaciones de tráfico o de representación –la sociedad transmite bienes o derechos a terceros. El riesgo evidente es que por esta vía poco fiscalizada, el socio mayoritario puede disponer con libertad del patrimonio social, es decir, de las inversiones de los socio minoritarios en su propio beneficio.

**a)** Las estrategias expropiatorias en relación con los *supuestos de segregación, aportación de rama o enajenación de activos sociales* son diversas. Las operaciones expropiatorias de baja intensidad son aquellas en las que los administradores venden los activos a una sociedad controlada por el socio de control en condiciones beneficiosas para este. Las operaciones más dañosas son aquellas en las que la sociedad se deshace de activos claves para la explotación del objeto social –por ejemplo, una patente o la rama fundamental de la actividad de la sociedad. Entonces se produce una modificación implícita y de hecho del objeto social: la cesión de activos operativos esenciales imposibilita que la sociedad explote la actividad social contractualmente concertada, pero sin mediar las garantías previstas en la ley para proteger a los socios frente a la modificación o sustitución del objeto –en particular, el derecho de separación<sup>81</sup>. Son operaciones que violentan el fundamento contractual de la sociedad. Adviértase que la situación no cambiaría aunque mediara precio: el socio mayoritario se asigna unilateralmente la utilización en exclusiva de activos sociales, algo que simplemente no puede hacer. Y lo normal es que, al disponer de información privada –muy superior a la de cualquier otro tercero potencialmente interesado en el activo– el cálculo de su rentabilidad futura no se refleje en el precio. Este análisis ofrece pocas dudas –también en nuestro derecho– si se trata de actos liquidatorios, es decir, cuando la salida del activo trae consigo la liquidación de la sociedad por imposibilidad de realizar el objeto social<sup>82</sup>.

**b)** Las *operaciones de filiación* son formalmente más sofisticadas<sup>83</sup>, si bien a semejanza de los casos anteriores pueden igualmente salir de la sociedad activos que constituyen el corazón del negocio. A diferencia de ellos, aquí se integran en una sociedad filial –en contraprestación, aparecerán en el activo de la sociedad matriz las acciones de la sociedad filial. Aparentemente, pues, la transmisión no parece desequilibrada o dañosa. Formalmente, además, no hay cambio sustancial en el control administrativo, porque la transferencia está compensada con los derechos de control que otorgan las acciones. En rigor, sin embargo, los activos pasan a ser administrados en exclusiva por el socio de control: los administradores son los competentes para administrar las participaciones de la sociedad matriz, ya que los socios de la sociedad matriz no tienen título para participar en la junta de la sociedad filial –de ahí que con frecuencia la rentabilidad de tales activos no se distribuya, sino que se conserven en la sociedad filial, bajo el dominio exclusivo del socio de control.

---

<sup>81</sup> V. por todos, M. HABERSACK (2005a, p. 144).

<sup>82</sup> Es el caso paradigmático, porque los administradores suplantán a la junta dos veces: se modifica de hecho el objeto social, y se dispone de hecho la disolución y liquidación de la sociedad. V. J. C. SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU (1991, p. 303).

<sup>83</sup> V. M. HABERSACK (2005b, pp. 105-110). Entre nosotros, C. PAZ-ARES (2006, pp. 1482-1484).

3) Los ordenamientos continentales se han percatado de que estas estrategias –amparadas comúnmente por la legalidad formal- de hecho vulneran los derechos contractuales de los socios minoritarios al reparto pactado. Entre nosotros, la voz de alarma ha saltado primero en el ámbito de la práctica cautelar –no en vano los notarios y registradores vigilan la legalidad en su función de *gatekeepers*- y luego en el jurisdiccional<sup>84</sup>. Tan es así que el Código unificado de buen gobierno corporativo (el Código Conthe) recomienda que en determinadas operaciones de gran calado se solicite la intervención de la junta.

a) El fundamento jurídico de la intervención de la junta en estas operaciones se sustenta en la *doctrina de las competencias implícitas o no escritas de la junta*<sup>85</sup>. Según el Tribunal Supremo Alemán, hay un límite legal no escrito a las competencias del órgano de administración: el órgano de administración no puede adoptar decisiones que, aún perteneciendo a sus competencias, interfieran sustancialmente con la condición de socio y afecten el interés económico de sus participaciones. O dicho con otras palabras, no se estaría ante un problema de falta de poder de representación de los administradores en este caso- el negocio traslativo estaría cubierto por el poder de representación y sería válido-, sino de responsabilidad, pues se trata de la concreción de un deber de lealtad de los administradores.

La segunda alternativa ha sido construida minuciosamente por la doctrina alemana. Se fundamenta en una *analogía* sistemática. Como es sabido, la junta tiene la competencia para establecer las reglas que conforman la estructura y la organización social (los estatutos), y éstas no se pueden modificar de hecho sin recurrir al procedimiento de modificación de los estatutos. Esta competencia genérica se concreta, de manera paradigmática, en el caso de algunas operaciones sociales de reestructuración cuya regulación está contemplada de manera expresa y detallada por el legislador (como, por ejemplo, la fusión, la transformación o la escisión). Pero no se trata de una enumeración exhaustiva: la no tipificación de la operación de reestructuración social no supone la atribución por defecto de la competencia al órgano de administración (caso, por ejemplo

<sup>84</sup> RDGRN de 10 de junio de 1994, y de 25 de abril de 1997. Sentencias del Tribunal Supremo, de 7 de marzo de 2006; de 28 de septiembre de 2006, de 29 de noviembre de 2007, y 8 de febrero de 2007.

<sup>85</sup> Esta es la doctrina *Holzmüller*, elaborada por el tribunal supremo alemán (sentencia del BGH de 25 de febrero de 1982). Después de esta sentencia a partir de un caso de filiación, han venido otras, en las que se ha ido perfilando con mayor detalle la doctrina: la sentencia *Macotron* (25 de noviembre de 2002), y sobre todo, las sentencias *Gelatine* (26 de abril de 2004). La objeción que se podría esgrimir desde un presupuesto positivista es que mientras la ley no lo tipifique, no es sancionable, v. por todos F. RODRÍGUEZ ARTIGAS (2006, pp. 40-41). Esta fue también la reacción de la doctrina alemana en los años ochenta -salvo honrosas opiniones positivas, v. por todos, LUTTER (1985) -, cuando se publicó la sentencia *Holzmüller*, HÜBNER (1984) y MARTENS (1983). Esto no es exacto. Primero, los tribunales lo vienen interpretando, con la ley en la mano, de la misma manera que se ha hecho en el texto. Para eso contamos con un sistema de interpretación y con mecanismos para suplir lagunas. El ordenamiento jurídico tiene el cometido de atajar conductas fraudulentas, y la interpretación formalista de la letra de la ley no puede ser impedimento a tal fin. La construcción de una disciplina jurídica es también el cometido de la jurisprudencia, en colaboración con la doctrina. Y con más motivo en derecho privado, en el que gran parte de la reglamentación es contractual: bastaría con que se adoptaran cláusulas en los estatutos de la sociedad. El ejemplo del derecho alemán es paradigmático en este sentido. Segundo, este sería el argumento al que se aferrarían aquellos que ven peligro esta vía de extracción de rentas. Con esta óptica, se estaría protegiendo a quienes se pretende sancionar.

de operaciones no reguladas como la segregación)<sup>86</sup>. *Grosso modo*, se habla de operaciones de modificación estructural en sentido amplio<sup>87</sup>. Esto significa que el órgano de administración carece de competencias para realizar aquellas actuaciones valorativamente equivalentes –en relación con su potencial expropiatorio de los minoritarios– a las atribuidas expresamente por la ley a la junta. Tales decisiones serían nulas o anulables. Esta perspectiva parece la más atendible. La razón ya se ha avanzado anteriormente: en los sistemas en los que los derechos de control se sustentan en los derechos de propiedad, la junta de socios está pertrechada de un sistema de garantías para proteger a los socios minoritarios, que no encuentra paralelismo en sede de administradores. Por esa razón, el derecho de sociedades asigna a la junta la competencia para adoptar las decisiones que entrañan un alto riesgo potencial para las inversiones de los socios minoritarios.

**b)** La segunda cuestión que debe definirse son los requisitos cuantitativos y cualitativos que deben concurrir en la operación para que los administradores estén obligados a someterla a la junta. Se trata de definir cuándo la enajenación de un activo o de una rama de actividad –o cualquier otra operación que tenga un drástico impacto en los derechos de los socios–, tiene una importancia significativa para la sociedad. La doctrina alemana, a partir del caso *Holzmüller*, se ha ocupado de definir un rango de umbrales, que van desde el 10% al 50%, y con arreglo a criterios distintos (valor contable de los activos, valor agregado del grupo, capital social, etc)<sup>88</sup>. Las sentencias *Gelatine* acabaron con la especulación, y elevando el umbral al 80%, se avanzó una interpretación restrictiva de las operaciones que deben ser sometidas a la aprobación de la junta<sup>89</sup>. De esta manera, se ha abogado por el *carácter excepcional* de esta medida profiláctica. En el fondo de este razonamiento hay un *trade-off* entre los costes tradicionalmente asociados a la celebración

<sup>86</sup> La doctrina alemana hace un esfuerzo colectivo por categorizar las decisiones que estarían en la constelación del caso *Holzmüller*, los comentaristas recogen sus frutos, v. M. HABERSACK (2001, § 311, marginal 16); y KOPPENSTEINER (2004, § 291, marginal 24). No obstante, conviene recordar que la interpretación contraria ha sido la que ha dominado la práctica, amparándose los *controllers* en el argumento formalista: las facultades ordinarias y extraordinarias de la sociedad corresponden al órgano de administración y sólo deben ser ajenas a sus competencias aquellas competencias que cuenten con una reserva legal a favor de la junta, que en derecho español sólo existe en sede de sociedades limitadas (las facultades de injerencia, art. 44.2 LSRL). Esta fue una de las observaciones que se hicieron en contra de la recomendación 3 del Código Conthe, por parte del grupo 27 de sociedades del IBEX, según lo hace constar F. RODRÍGUEZ ARTIGAS (2006, p. 34). Esta perspectiva no es exacta. Es cierto que la falta de precisión de nuestro sistema de distribución competencial ha llevado a que, en nuestras sociedades, el órgano de administración se haya atribuido de facto un ámbito de actuación en el que cabía prácticamente todo: la gestión. En parte, con la connivencia de un sector de la doctrina: CERDÁ (1993, p. 39 ss); P. J. RUBIO VICENTE (1995); y R. MATEU DE ROS (1999). Sin embargo, es fácil comprender que todas las decisiones sociales sobre las que los socios tienen derechos administrativos son necesariamente de gestión –o si se prefiere, de supervisión de la gestión– en sentido amplio. Y de lo que no hay duda es de que el legislador da voz a los socios en aquellos asuntos que les son propios, no porque no afecten a la gestión, sino porque les afectan en sus derechos (arg. ex. art. 93 LSA, en conexión con arts. 144 y ss).

<sup>87</sup> M. HABERSACK (2001, § 311, marginal 14). El término se toma prestado del ordenamiento alemán, en el que las operaciones de reestructuración societaria están compendiadas en un cuerpo normativo, la *Umwandlungsgesetz*.

<sup>88</sup> M. HABERSACK (2001, § 311, marginal 15).

<sup>89</sup> Esta solución tuvo buena aceptación por parte de la doctrina, sobre todo porque se minimizaba el riesgo que más se había temido, el de la inseguridad jurídica y el de que las sociedades “sobrecumplieran” y pasaran por la junta muchas operaciones exentas, para curarse en salud, lo que encarecía los costes de las decisiones, v., por todos, H. Fleischer, “Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten im Aktienrecht: von Holzmüller zu Gelatine”, NJW (2004), pp. 2335 ss.



de la junta y la premura de tiempo a la que están sometidas estas operaciones, por un lado, y las últimas reformas en el derecho de sociedades alemán, que facilitan el ejercicio de la responsabilidad de los administradores. Se trata, por lo tanto, de un análisis de eficiencia, en el que se ha optado por dar libertad de movimiento a los administradores – para evitar el riesgo de paralización o de sobrecumplimiento-, a cambio de reforzar su responsabilidad efectiva.

Entre nosotros, este debate está dando sus primeros pasos, pero es importante señalar dos diferencias con Alemania, que nos saca alguna ventaja. La primera es que la *Umwandlungsgesetz* de 1994 tipificó y reguló –con intervención cualificada de la junta- una carencia de la ley: las operaciones sociales de reestructuración. La segunda es que la efectividad de los deberes de lealtad, no sólo de los administradores, sino también de los socios de control, es allí muy superior al nuestro.

c) La tercera cuestión que merece un apunte concierne al procedimiento pertinente para la adopción del acuerdo –en esencia, *quorums* y mayorías-. Estas operaciones de reestructuración empresarial, que jurídicamente están compendiadas bajo la calificación de modificaciones estructurales de la sociedad, están sujetas a un régimen unitario de garantías para los socios. La protección que proporciona el derecho de sociedades a los socios sin poder de administración material no se agota con la adopción de la decisión social en sede de junta de accionistas. Impone, sobre todo, el sometimiento de estas operaciones a cautelas especiales, dada la modificación sobrevenida de la posición jurídica del socio que comporta este tipo de decisiones. El patrón que adopta nuestro derecho para tipificar y regular en detalle la adopción de estas decisiones de modificación estructural se consagra en el régimen de la fusión. En consecuencia, la lógica sistemática aconseja la aplicación analógica de las reglas de la fusión en aquellas operaciones de reestructuración no tipificadas, o insuficientemente reguladas por el legislador (arg. ex. art. 4.1 CC)<sup>90</sup>.

4) A esta extensión de las competencias de la junta debiera adicionarse otra medida de crucial importancia para atajar los conflictos de interés del socio de control. Me refiero a una medida que bloquee las operaciones desleales del socio de control en operaciones vinculadas, como es el caso de la regla vigente en Estados Unidos que prevé la *autorización por parte de la mayoría de los socios minoritarios en relación con operaciones interesadas del socio o socios de control, o de su entorno*. Si la medida anterior frena las operaciones de gran envergadura –las reestructuraciones de facto o aquellas transmisiones de activos que golpeen al núcleo de la actividad empresarial de la sociedad-, esta medida frenaría las salidas improcedentes de activos que, por su menor entidad, escaparían al filtro del control estatutario. Este canal de sustracción no debe desdeñarse, pues de manera silenciosa y continuada puede resultar muy cuantiosa a largo plazo –el caso Parmalat es buena prueba de ello-.

---

<sup>90</sup> C. PAZ-ARES (2006, pp. 1484-1485); L. FERNÁNDEZ DEL POZO (2001, pp. 303 ss); y F. RODRÍGUEZ ARTIGAS (2006, p. 41), que considera más adecuado el régimen de la escisión.

La cuestión que se plantea se refiere a cuando sería más eficiente aplicar la regla del voto de la mayoría de la minoría, y cuando sería más aconsejable el control jurisdiccional de la transacción<sup>91</sup>. La primera regla es una regla *ex ante* y se diseña como una regla de propiedad: se previene cualquier transacción interesada que no esté respaldada por el consentimiento de la mayoría de entre la minoría. Como los minoritarios son quienes tienen la llave, se obliga al socio de control a repartir con los minoritarios el excedente de la transacción según criterios de valoración subjetiva. En consecuencia, es una regla muy eficaz para bloquear transacciones ineficientes, pero, como contrapartida, también frena otras eficientes. La segunda es una regla *ex post* y se suele diseñar como una regla de responsabilidad: el socio de control puede realizar la transacción interesada siempre que se compense a los minoritarios de acuerdo con criterios de mercado. Esta regla facilita las transacciones eficientes, pero no previene siempre las ineficientes. La selección de una regla u otra debiera regirse por algunos criterios orientadores.

a) Se debe tomar en consideración la *potencialidad expropiatoria de la transacción*, porque no todas las situaciones de conflicto de interés resultan en decisiones ineficientes. Es sabido que el flujo transaccional entre la sociedad y el socio de control es en muchos casos productivo<sup>92</sup>. Desde esta perspectiva es más sensato facilitar a través de una regla de responsabilidad las transacciones interesadas del socio de control, siempre que se compense adecuadamente a los socios minoritarios, y bloquear a través de una regla de propiedad las actuaciones desleales de sustracción, de apropiación indebida, como es el caso de las oportunidades de negocio.

b) Otro criterio a considerar es *el del precio o la contraprestación*. Si hay mercado, el precio se objetiviza y puede ser revisado a bajo coste por los tribunales. En caso contrario, el valor es subjetivo, y los socios minoritarios están en la mejor de las posiciones para evaluar el coste de expropiación.

c) También deben valorarse *los costes*, que en un caso serán de negociación o de extorsión, y en el otro, los costes –de todo orden, también los de incertidumbre sobre el resultado– del mecanismo jurisdiccional. Es claro que hay ordenamientos en los que funcionan mejor los mecanismos *ex ante*, y otros en los que se favorece los mecanismos *ex post*. La eficacia del sistema judicial en decisiones de esta índole es uno de los elementos que pueden inclinar la balanza de un lado o del otro.

5) La junta es asimismo competente para introducir en los estatutos, que configuran la base contractual de la sociedad, las reglas de gobierno de la misma. Esto es particularmente importante en relación con aquellas reglas tendentes a limitar el oportunismo de los *insiders*. Las ventajas de la ordenación privada son de sobra conocidas. El legislador diseña reglas –con mayor o menor acierto– que sirven para gobernar la mayoría de las sociedades. Es racional, por consiguiente, que las partes, que cuentan con mejor información sobre sus condiciones particulares, puedan optar por darse unas reglas alternativas que se ajusten mejor a sus

---

<sup>91</sup> Z. GOSHEN (2000).

<sup>92</sup> S. DJANKOV, R. LA PORTA, F. LOPEZ DE SILANES y A. SCHLEIFER (2006).

necesidades de gobierno. Y dado que la realidad es cambiante, que puedan por esta vía adaptarse a las nuevas circunstancias que vayan emergiendo. Con todo, no debemos olvidar que alterar el statu quo es siempre costoso. Por ello, es razonable pensar que los socios sólo cargarán con los costes de modificar los estatutos si consideran que la nueva regla va a contribuir a aumentar el valor de su participación. El problema es que algunas reglas valiosas y productivas para la sociedad, son al propio tiempo contrarias a los intereses de los controladores. La junta debe contar con los mecanismos para que los socios minoritarios puedan promover tales iniciativas, si de quienes debieran partir no lo hacen.

Esta vía cuenta con dos obstáculos. El primero es que cuanto más concentrada sea la propiedad de la sociedad, menor es la oportunidad de que los socios minoritarios puedan protegerse contractualmente frente al socio de control. Es asimismo poco probable que el socio de control opte voluntariamente por imponerse límites que le supongan personalmente un coste, aún cuando el arreglo sea beneficioso para la creación de valor. Justamente por eso la ley –o la presión del mercado por cumplir con las recomendaciones de los códigos de buen gobierno– suministra fórmulas de protección a los minoritarios que de forma puramente privada no podrían haberse alcanzado. El otro obstáculo es la falta de consideración que tiene entre los juristas las iniciativas de autogobierno. La libertad contractual en materia de sociedades anónimas es, de facto, muy estrecha. Las normas se interpretan con excesiva frecuencia por parte de la comunidad jurídica de forma imperativa, y se desconfía de la viabilidad normativa de las reglas que no cuentan con el refrendo legal. Este prejuicio no es compartido por los usuarios del derecho de sociedades: es muy común que se obliguen a través de pactos parasociales, pues los socios saben bien que sus relaciones son contractuales.

## ***5. Las reglas: el sistema de adopción de acuerdos***

### **5.1. El voto como mecanismo para agregar las preferencias individuales de los accionistas**

1) En los apartados anteriores se han presentado algunas bases, de raíz económica, para entender la funcionalidad del sistema de junta. El propósito de este apartado es adentrarnos en los entresijos de la mecánica del voto, que como se ha señalado, es en esta sede el principal mecanismo de protección de los socios minoritarios en las sociedades de capital disperso. Como es sabido, las decisiones que competen a un sujeto colectivo se suelen adoptar por un sistema de votación y el papel que le asigna el derecho de sociedades es la de agregar las preferencias de los socios dispersos. El propósito del mecanismo de voto es maximizar la riqueza común, el valor de la empresa<sup>93</sup>. Naturalmente, se puede pensar, como los socios son los titulares residuales,

---

<sup>93</sup> La eficiencia del voto se basa en que agrega información, dado que cada socio quiere maximizar el valor de su participación, aún incluso cuando el voto es estratégico, v. T. FEDDERSEN y W. PESENDORFER (1997). Otros autores lo justifican desde la perspectiva de la eficiencia *Kaldor-Hicks*: si una decisión beneficia a más socios de los que perjudica, creará valor para la sociedad, v. R. GILSON y B. BLACK (1995, pp. 463-464). La condición para que se cumpla es que el voto sea sincero y adecuado. Por eso, en caso de conflicto de intereses, el voto sirve a otros fines distintos de la eficiencia, y se minan los beneficios del voto.

cuentan con los incentivos adecuados para tomar decisiones discrecionales sobre asuntos relativos a la organización social. En estas condiciones se comprueba que la aprobación, pero sobre todo, la posibilidad de veto, por parte de los socios de las iniciativas de los *insiders* es un importante *check and balance* sobre el control.

En efecto, el mecanismo del voto se basa en la premisa de que si cada socio valora la propuesta desde su perspectiva individual, la opinión mayoritaria es la agregación de las preferencias y constituye la preferencia común, la decisión óptima para el grupo como tal. En consecuencia, es en interés de los socios minoritarios *ex ante* que prevalezca el interés de la mayoría, porque si se elige como la decisión preferida, estadísticamente se puede esperar que probablemente será la más eficiente. Siempre, claro está, que la voz de la mayoría se forme por la suma de votos fraccionados y dispersos. En cambio, si la mayoría la alcanza la voz de uno o varios socios de control, el interés particular de los votantes no necesariamente conduce al interés social: se observa una correlación inversa entre eficiencia del sistema de voto y concentración del capital. De ahí que la democracia accionarial –que se sostiene en la premisa de una acción, un voto-cumpla una tarea más productiva en las sociedades con amplia dispersión del capital que en las sociedades de capital concentrado.

Parece evidente que el objetivo de las normas que regulan los sistemas de votación deberían ser el de reforzar *el voto eficiente y obstaculizar el voto ineficiente*. Lo primero se consigue incentivando la participación de los socios en las votaciones. Pero es preciso desterrar la idea de que el voto es el resultado de la discusión y la confrontación de pareceres entre los asistentes –el mito de la colegialidad-. No se trata de concertar entre los asistentes –a base de pactos y de ajustes- un compromiso que los vincule. Se trata más bien de que cada cual manifieste a través del voto si en su interés está respaldar o vetar la consulta que se les hace. En definitiva, el bien común –que aquí equivale a maximizar la riqueza social- no nace del acuerdo, sino de la suma de las preferencias o de los intereses particulares.

Con todo, hemos de ser conscientes de que la participación de los accionistas tiene un techo natural, el de la apatía racional. Es decir, para un socio medio o poco informado, lo racional es no votar y confiar en que sus intereses estén a bien defendidos a través del voto de los socios informados. Este fenómeno tiene sus raíces en un problema de *free riding* –dado que la información es un bien público- y en la falta de incentivos –el beneficio esperado por contribuir a hacer una buena decisión es menor que la inversión en información, que casi nunca es desdeñable-. No es de extrañar que los estudios empíricos sobre voto y activismo accionarial enfaticen en los últimos tiempos la trascendencia para el buen gobierno de las propuestas de los accionistas<sup>94</sup>.

En cambio, *el derecho cumple un papel más decisivo frenando el voto ineficiente*. El voto es ineficiente cuando no agrega las preferencias de los socios dispersos o minoritarios porque está intervenido

---

<sup>94</sup> Los estudios enfatizan menos el papel de los inversores institucionales y más el de la iniciativa de los accionistas, a través de la inclusión de propuestas en el orden del día; v. J.M KARPOFF, P. H. MALATESTA y R. A. WALKING (1996); C. J. CAMPBELL, S. L. GILLAN y C. M. NIDEN (1999); y S. L. GILLAN y L. T. STARKS (2000).

por los administradores o por el socio de control. Estas desviaciones deben ser combatidas porque neutralizan la aptitud de la votación para determinar la preferencia del grupo. Los supuestos son diversos: voto oportunista o interesado, votos capturados a cambio de otras prebendas, venta de votos, etc.

Bien mirado, no nos enfrentamos simplemente al oportunismo o a la deslealtad ocasional de los *insiders*. El problema tiene mayor envergadura, y es justamente, que *el contexto institucional y normativo favorece el interés de los administradores*<sup>95</sup>. Es exacto que en todas las jurisdicciones el sistema de voto favorece a los *incumbents*; pero entonces, los estudios empíricos nos alertan de que el voto no maximiza el valor de la sociedad –por lo que pierde sentido someter asuntos sociales a la decisión de los socios<sup>96</sup>-. El reto del buen derecho en esta materia es garantizar que el voto pueda ser un contrapeso del control eficaz: se trata de evaluar en qué medida los socios pueden votar en contra de los *insiders*<sup>97</sup>. En términos generales, este sistema merece un juicio positivo. Lo normal es que los administradores sean de la confianza de los socios –es decir, aptos y leales a sus ojos-, por lo que no tiene mucho sentido agravar y encarecer los procesos decisorios si ya cuentan con el visto bueno de los administradores. Los socios –con buen criterio- suponen que la decisión es acertada, y con frecuencia no se toman siquiera la molestia de votar. El instrumento del voto cobra importancia en los supuestos anormales: cuando los socios han perdido la confianza en los administradores y en los casos de conflicto de intereses<sup>98</sup>. Entonces, el mecanismo del voto será más o menos eficaz en función de su capacidad para aglutinar las voces de los socios descontentos con el control. Detrás de esta constatación se dibujan ciertas reformas, como las de la SEC en 1992, 1998, y recientemente, en 2003; o las habidas en los ordenamientos continentales en tiempos recientes –en el derecho alemán, la *Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung* de 2001 (*NaStraG*), y la *Transparenz- und Publizitätsgesetz* de 2002 (*TransPuG*); o la reforma italiana de 1998, el *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*<sup>99</sup>-. En este apartado examinaremos las ineficiencias procedentes del mecanismo del voto y los remedios para combatirlos.

<sup>95</sup> L. BEBCHUK (2007, pp. 688-693) critica que los administradores disfrutan de muchas ventajas en la regulación de los proxies frente a los disidentes; J. POUND (1988) concluye que la ventaja para los administradores aumenta en función de la dispersión del capital.

<sup>96</sup> Y. LISTORKIN (2008). Se trata de un estudio empírico para analizar el impacto del voto en el precio de las acciones, y comprueba que en votaciones disputadas, la victoria ajustada de los administradores provoca que baje la cotización y, en cambio, la victoria ajustada de los disidentes que suba. Estos resultados sugieren que el voto, antes de promover la maximización del valor de la sociedad, favorece a los administradores.

<sup>97</sup> L. BEBCHUK y M. KAHAN (1990, p. 1074).

<sup>98</sup> En los modelos societarios bursátiles de capital disperso el mecanismo del voto es, sobre todo, un mecanismo electoral para conservar o arrebatarse el control –*control contest*-. Su función primordial es la de sustituir a los administradores. Dos comentarios son pertinentes. El primero es que lo esperable es que los administradores sean relevados cuando hay un fuerte descontento en la base accionarial de la sociedad. En caso contrario, dados los problemas de acción colectiva, no existen los incentivos para incurrir en los costes de pretender el control, v. F. H. EASTERBROOK y D. R. FISCHEL (1983, p. 402), según el voto raramente será importante, salvo *in extremis*. El segundo es que la incidencia de los *proxy contests* aumenta en la medida en que se reduce la frecuencia de las opas. En este sentido, se trata de mecanismos sustitutivos, BEBCHUK y KAHAN (1990, pp. 1078-1082); y L. BEBCHUK y O. HART (2001).

<sup>99</sup> U. NOACK (2001); y S. GATTI (2002).

## 5.2. El marco legal e institucional y la mecánica del voto

Nuestro propósito es, pues, *analizar la eficiencia del diseño legal e institucional en general en materia de adopción de acuerdos en junta*. El mecanismo del voto es eficiente en la medida en que agrega las preferencias de los socios, alcanzando así decisiones productivas. Se debiera tratar, por tanto, de identificar y buscar la manera de desterrar las ineficiencias que minan este proceso. Los riesgos que se deben conjurar proceden del diseño normativo del sistema electoral, y son los de manipulación y los de coste elevado o excesivo. El riesgo de manipulación radica en que la intervención de los administradores interfiera en el sentido del voto de los socios, al utilizar sus facultades de gobierno para inclinar el resultado a su favor –tiene que ver esencialmente con la administración del procedimiento electoral o de voto [v. *infra* 1]. El riesgo de onerosidad se refiere a la posibilidad de que el coste administrativo del ejercicio de los derechos pueda resultar, a la postre, excesivo –se localiza en el diseño del ejercicio del derecho [v. *infra* 2].

1) En primer lugar, examinaré las ineficiencias procedentes de la administración del procedimiento. *Los administradores tienen la oportunidad de manipular el procedimiento porque lo habitual es que dispongan de amplias facultades para gestionar y administrar el sistema dispuesto en las leyes*. Los administradores conducen la junta –es una de las competencias de la administración interna de la sociedad- y, lógicamente, tienen incentivos para hacerlo de manera que los socios no puedan censurar o limitar su poder de administración. El ámbito de discrecionalidad de los administradores en el gobierno del procedimiento es amplia. Tienen la iniciativa y el dominio de los tiempos: con pocas excepciones, como la del art. 100.2 LSA, deciden cuándo se convoca la junta; pueden encapsular qué asuntos se van a tratar y en qué orientación y extensión –confeccionan el orden del día- y gobiernan el procedimiento en su conjunto –desde la legitimación hasta el recuento de votos. Tales prerrogativas otorgan una ventaja clara a los *insiders*: los socios votan sobre los asuntos que los propios *insiders* proponen. El problema es que con las riendas de las votaciones en manos de los *insiders*, el resultado final puede bien no reflejar las preferencias de los socios ni, por lo tanto, maximizar el valor de la sociedad.

Primero, *los administradores monopolizan las decisiones relativas a la convocatoria y la confección del orden del día*. El sistema legal –e imperativo- de convocatoria está obsoleto (art. 97 LSA). A nadie se le oculta que en un mundo de comunicaciones electrónicas –en el que es corriente la visita a las páginas web o el uso del correo electrónico-, la publicación de la convocatoria en el BORM, resulta anacrónico<sup>100</sup> –este es el sentir del art. 5 de la directiva 2007/36/CE, de 11 de julio de 2007, que para facilitar el voto transfronterizo aboga por sistemas de comunicación no restringidos al territorio-. La ley de Transparencia abogó por un sistema de autorregulación para los casos de juntas con

<sup>100</sup> Como lo habitual es la imprevisión estatutaria de un mecanismo alternativo de convocatoria más afín, se permite a los *insiders* aprovecharse de la regulación para expropiar a los minoritarios (claramente a favor de los socios de control, que tienen la llave de cualquier modificación estatutaria *a posteriori*). Esta situación ha obligado a la jurisprudencia cautelar a limitar la aplicación de las normas legales. Así, si se ha pactado en los estatutos un procedimiento determinado de comunicación, la convocatoria publicada conforme a la forma legalmente prevista no es válida (RDGRN 11-XI-2002).

asistencia telemática (art. 97.5 LSA), pero el resultado tampoco ha sido el deseado: se observa que típicamente los administradores han hecho un uso interesado de las nuevas facultades.

La confección del orden del día también favorece a los administradores<sup>101</sup>. La ventaja más importante que les otorga es que se resistirán a poner en marcha una votación cuyo resultado final les vaya a ser adverso, pero si aún y todo perseveran en su intención, cuentan con incentivos para buscar la manera de que prospere. Además, si las cosas se ponen feas, siempre pueden modificar los términos del orden del día o suprimir una propuesta que no vaya a contar con el apoyo suficiente. Los estudios empíricos ponen en evidencia que los administradores tratan de ligar en la misma propuesta asuntos distintos, con la finalidad de que el apoyo con el que cuenta el primero arrastre al segundo, que de otro modo sería probablemente rechazado<sup>102</sup>. Otra estrategia consiste en incluir asuntos sensibles para los intereses de los accionistas entre los asuntos rutinarios, o que no precisan una mayoría especial<sup>103</sup>. Hay asuntos que indubitadamente precisan de requisitos especiales de aprobación, porque suponen ostensiblemente una modificación de estatutos. Pero hay otros asuntos de perfil más bajo, que pueden disfrazarse o presentarse como ordinarios cuando en verdad no lo son.

Segundo, *los administradores tienen amplia discrecionalidad para influenciar el voto*. Pueden invertir recursos sociales en convencer a los socios como colectivo –mediante campañas de propaganda– de que su gestión es eficaz e invitar a los socios a participar en la votación<sup>104</sup>. La contratación de servicios especializados comprende el cometido de evaluar de antemano las probabilidades de éxito de una moción e indagar cómo puede presentarse a los accionistas para hacerla más atractiva. También pueden realizar campañas selectivas, que concentran su atención en convencer a determinados accionistas para que voten, sabiendo que pueden persuadirles para hacerlo a su favor. Nótese que si

---

<sup>101</sup> El control de la agenda es un instrumento fundamental en material de voto, y puede alterar el resultado final, R. D. MCKELVEY (1976). Sobre el poder que da el control de la agenda a los administradores, W. J. CARNEY (1990, pp. 319-324).

<sup>102</sup> V. S. BHAGAT y R. H. JEFFERIS (1991). Esta práctica está prohibida por las normas federales norteamericanas, pero aún y todo, se hace. Por ejemplo, anudar a un acuerdo de fusión –con soporte accionarial claro–, la emisión de una clase de acciones de voto privilegiado para los socios de control, o medidas estatutarias anti-opa, con clara oposición de los accionistas. En nuestro derecho no contamos con estudios empíricos que nos informen al respecto.

<sup>103</sup> Esta materia está empíricamente contrastada en Estados Unidos. A esto se unía que los *brokers* o los representantes de los accionistas podían votar sin instrucciones en los asuntos rutinarios, lo cual provocaba que los administradores obtenían un respaldo que no hubieran obtenido sin el apoyo de los *brokers*. Este problema no es exclusivo de Estados Unidos, sino que se repite en todas las jurisdicciones en las que cobra importancia el voto no personal o delegado, v. en Francia, la polémica de los *pouvoirs en blanc*, -votos a favor de las propuestas de los administradores–, o en Alemania, el *Depotstimmrecht*, o ejercicio del derecho de voto a través de institutos de crédito y sus conflictos de intereses, v. U. SEIBERT (2004). Entre nosotros los reglamentos de la junta han consagrado la regla perversa de que el poder en blanco se considera otorgado a favor del Presidente de la junta, que es el presidente del consejo. Además, se ha denunciado que el interés de los solicitantes de representación está correlacionado directamente con el desinterés de los accionistas para indicar el sentido del voto, es decir, hay un interés de los solicitantes por captar el voto, v. J. SOLER (2004, pp. 54 ss).

<sup>104</sup> La experiencia americana indica que los administradores contratan *proxy solicitors* para educar a los socios y conseguir votos a su favor, y que, además, los administradores son más proclives a contratar sus servicios cuando el resultado es discutido, v. J. E. BETHEL y S. L. GILLAN (2002, pp. 34-35).

la campaña tiene como único objetivo invitar al voto a aquellos socios afines a los administradores, se degrada el voto como mecanismo de agregación de preferencias. Un paso más allá se da cuando la persuasión se concreta en prácticas poco encomiables, como la compra de votos o el intercambio de favores políticos para asegurar el voto (por ejemplo, acceder a una petición de un inversor institucional como compensación por el voto).

Tercero, *los administradores monopolizan los poderes de la mesa, lo que les da el control del desarrollo de la junta*<sup>105</sup>. Aparte de dirigir y arbitrar las sesiones, son habitualmente los encargados de comprobar la legitimación de la condición de accionista y elaborar la lista de socios, y se encargan de la administración de la votación -determinar los votos válidos y realizar el recuento final-<sup>106</sup>. Es evidente que los administradores, sobre todo en las votaciones muy reñidas, tienen incentivos para manipular el producto de la votación. Los estudios empíricos nos alertan de este riesgo. Los administradores ganan los asuntos que someten a voto con una probabilidad muy alta, y llama la atención que, en los casos en los que hay competencia entre propuestas alternativas, lo hagan por unos pocos votos, en una proporción que no puede ser fruto de la casualidad (en cambio, el caso opuesto, perder las votaciones por faltar un número reducido de votos es muy raro)<sup>107</sup>.

La reacción del ordenamiento frente al abuso del poder de los administradores en el gobierno de las votaciones sociales es tímida -la directiva 2007/36 sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, persigue otros objetivos-. No obstante, cuenta con herramientas para dotar a los socios minoritarios o dispersos de ciertos mecanismos de defensa, en tres órdenes distintos.

(i) Primero, el derecho de sociedades garantiza la defensa de los socios sin facultades de control en los casos más egregios, por ejemplo, les adjudica el derecho a tomar la iniciativa a través del recurso a la convocatoria extraordinaria de la junta, e incluso la convocatoria judicial de la junta ordinaria, si los administradores no lo han hecho. Las últimas reformas han permitido que los accionistas titulares de al menos el 5%, puedan manifestar su descontento incluyendo propuestas en el orden del día -el llamado “complemento a la convocatoria”, regulado en el art. 97.3 LSA-.

No obstante, estos derechos nominales no siempre están correctamente garantizados. La posición de los socios en relación con la de los administradores sigue siendo asimétrica. De un lado, los socios deben lidiar con los problemas de *free-riding* (los beneficios de plantar cara a los administradores se reparten entre

---

<sup>105</sup> Es común entre nuestras sociedades que el Presidente de la Junta sea un miembro del Consejo, y no precisamente un consejero independiente. El presidente detenta un amplio poder discrecional en la ordenación y disciplina de las sesiones. Al ser juez y parte, el presidente tiene un serio conflicto de intereses al desarrollar estas tareas, v. L. FERNÁNDEZ DEL POZO (2004, pp. 102-104).

<sup>106</sup> V. A. RECALDE (2007, pp. 23 ss). Estos poderes se han puesto en evidencia con la entrada de las nuevas tecnologías en el sistema de voto de las juntas.

<sup>107</sup> V. Y. LISTORKIN (2007).



todos los socios), mientras que los administradores concentran para sí los beneficios de lograr que la votación sea a su favor. Esto tiene reflejo en los incentivos que asisten a una parte y a la otra. De otro lado, la asignación de los costes influye decisivamente en el impacto de la regla, y por ende, en la maximización de la riqueza social. Los administradores controlan la caja social. Sus iniciativas suelen ir bien asesoradas por parte de abogados especializados, y cada vez con mayor frecuencia, se invierte en profesionales que diseñan las campañas y contribuyen a vender la idea y a encontrar apoyos con el fin de alcanzar un número suficiente de votos. Y todo con cargo al erario social. En cambio, los socios descontentos o retadores deben autofinanciar su iniciativa contraria a los administradores. Esto es gravoso, lo que incide en la eficacia de la regla en tres sentidos: influye en prefijar la oposición *a priori* de las propuestas de los administradores, tiene un impacto en determinar quien gana las votaciones, y afecta al comportamiento *ex ante* de los administradores (o, si se prefiere, a la aptitud de la función de supervisión de la junta para prevenir actuaciones no deseadas de los administradores).

Esta situación debería cambiar: los socios deben poder contar con fondos sociales para procurarse asesoría profesional y técnica que ayuden a llevar su propuesta a los socios indecisos<sup>108</sup>.

(ii) Segundo, la sociedad tiene facultades de autogobierno a través del reglamento de la junta. El problema es que el derecho de sociedades no puede tolerar que varios de los extremos más sensibles de cualquier votación queden al arbitrio de los administradores, que son juez y parte. En particular, la recepción y el recuento de los votos. El sentido común aconseja dos reglas. La primera es que esta parte tan sensible del procedimiento deba ser encomendada o auditada por terceros verdaderamente imparciales. La segunda es que el procedimiento de voto adoptado por la sociedad se rija por criterios firmes de transparencia. La transparencia es un presupuesto de la eficiencia del sistema de voto elegido.

Estos riesgos se han acrecentado en la medida en que se facilita la votación a distancia. La independencia de las personas encargadas de recibir los votos debe ser garantizada. Si los administradores –o un agente de los mismos– tienen la competencia para excluir los votos inválidos –por razones técnicas– del recuento final, cuentan con los incentivos para comportarse de manera oportunista: pueden decidir admitir votos favorables a los administradores y censurar votos contrarios. Asimismo, debe asegurarse el secreto sobre el sentido de los votos hasta el momento en que se procede al recuento. No es de recibo que los administradores cuenten con información privilegiada sobre los votos ya emitidos antes de que la

---

<sup>108</sup> La cuestión reside en averiguar cómo debe ser financiada la iniciativa opositora de los socios. El debate está servido en Estados Unidos. El problema es que facilitar fondos sociales sin cortapisas puede ser contraproducente, si se promueven iniciativas frívolas o no productivas, v. L. BEBCHUK (2007).

votación se haya cerrado. La información asimétrica es perjudicial para el interés social en dos sentidos. Por un lado, si la votación está reñida, se corre el riesgo de que los administradores inicien estrategias interesadas -y desleales- para ganar votos en el último momento y asegurarse que sus propuestas sean aprobadas<sup>109</sup>. Por otro lado, si los votos emitidos son desfavorables, se corre el riesgo de que intenten, directamente o través de persona interpuesta, modificar las propuestas iniciales<sup>110</sup>. Estas iniciativas vulnerarían los deberes de lealtad de los administradores, cuestión que se analiza en el siguiente apartado.

(iii) Tercero, en todo caso, los administradores están sujetos a los deberes de lealtad en el ejercicio de las funciones que tienen encomendadas (art. 127 LSA). La habilidad de los administradores de dominar una votación en su favor puede, en ocasiones, provocar el incumplimiento de los deberes de lealtad. Esta vía, poco ensayada hasta el momento por parte de los tribunales, comienza a merecer la atención de los jueces en algunas jurisdicciones<sup>111</sup>. El control judicial de los deberes de lealtad de los administradores en las tareas de gestión y administración de la junta es fundamental para evitar el abuso de sus facultades. Se trataría de evitar actuaciones aparentemente legales -en la medida en que la ley calla al respecto-, pero claramente desleales para los intereses de los socios dispersos.

2) Corresponde ahora examinar *las ineficiencias procedentes de la regulación de los derechos ejercitables en junta y su ejercicio*. El objetivo de la regulación del ejercicio del derecho de voto es facilitar la participación de los accionistas, es decir, rebajar sus costes de ejercicio. La mayoría de estas reglas son de carácter administrativo o técnico, en consecuencia, de carácter convencional: cada sociedad, en atención a sus características, puede entender conveniente darse un sistema u otro de voto. El problema es que tanto la ley, como los estatutos o los reglamentos de las juntas, obstaculizan esta finalidad. Son los riesgos de onerosidad o coste del marco jurídico en materia de junta.

(i) Las *normas legales* son excesivamente gravosas para los accionistas, por dos motivos. El primero es que se prioriza su función garantista, -de corte muy administrativo, en consonancia con nuestra tradición jurídica-, sin medir los gastos que acarrea. El segundo motivo es que las normas son costosas porque están desfasadas: su paradigma de junta presencial y de número reducido de socios está llamado a desaparecer.

---

<sup>109</sup> Y. LISTORKIN (2007).

<sup>110</sup> MUÑOZ PAREDES (2005, p. 170). De *lege lata*, el art. 97. 3 LSA impide únicamente incluir nuevos asuntos en el orden del día.

<sup>111</sup> En Estados Unidos, el caso SWIB (*State of Wisconsin Investment Board v. Peerless Systems Corp.*, 2000WL 1805376 -Del. Ch. 2000-). La chancillería de Delaware ha comenzado una política activa contra lo que denominan el proceso paulatino de “desfranquiciar” a los socios. Si el demandante alega que los administradores actuaron con el sólo interés de interferir en el voto de un socio, entonces éstos deben demostrar que tenían una razón muy poderosa para haber actuado de ese modo, lo cual es harto difícil. Por ejemplo, el aplazamiento de un voto que los administradores van a perder, seguido de la información selectiva a los socios afines a los administradores.

En efecto, nuestra tradición jurídica ha provocado que parte de estas reglas –en principio, disponibles- se hayan hecho *imperativas* debido a que el derecho de sociedades recoge un procedimiento estándar de mecánica o sistema de voto. Que la ley recoja un procedimiento tipo y estandarizado puede resultar eficiente –reduce costes de transacción y da confianza sobre el sistema de voto-, siempre y cuando las sociedades tengan la opción de darse un procedimiento alternativo –en vez de acumulativo-. De lo contrario, los costes administrativos se disparan. Los grandes beneficiarios de la rigidez del sistema son, sin duda, los abogados, que se hacen indispensables para garantizar que la votación cumpla las exigencias legales<sup>112</sup>. *El problema se agrava, si cabe, porque muchas de estas reglas no están acompañadas a la realidad social de la vida de las sociedades anónimas*. Las referencias, por desgracia, no escasean.

Dos ejemplos –el llamado derecho de información y la delegación del voto- nos ayudarán a ilustrarlo. La delegación del voto ha sido tradicionalmente la excepción, y la asistencia a la junta, la regla general. Esta es la pauta que refleja nuestro derecho. Sin embargo, la realidad nos advierte que, a consecuencia del desarrollo de los mercados de capitales, la tendencia se está invirtiendo, y que este proceso no tiene vuelta atrás: la delegación se ha convertido en el pilar de la participación accionarial. En consecuencia, nuestro sistema de delegación, de corte decimonónico, debe ser sometido a una profunda revisión estructural<sup>113</sup>. La puesta al día de la delegación del voto debe, además, abordar en profundidad otras cuestiones en la estela del buen gobierno –algunas ya apuntadas en la ley de transparencia-, como evitar los conflictos de intereses entre representante y representado –la profesionalización de los representantes y la racionalización de la captación de los poderes de representación-, intensificar las exigencias de transparencia y de información, y el uso de la tecnología para reducir costes<sup>114</sup>.

El segundo ejemplo de regulación desacompañada nos lo proporciona el derecho de información. *La información relevante para el gobierno de la sociedad es la referente a los conflictos de interés y la sociedad debería suministrar a todos los socios gratuitamente la información concerniente a los asuntos a tratar en la junta*<sup>115</sup>. Se trata de plasmar la vieja convicción de que la luz del sol es el mejor desinfectante. Por eso, los ordenamientos tienen el compromiso de desplegar todos los esfuerzos normativos necesarios para forzar

---

<sup>112</sup> No debe resultar por ello sorprendente que este aspecto normativo del voto sea el que ha concertado por antonomasia la atención de la doctrina: se trata en su mayoría de escrutar los entresijos de las normas y su ámbito de actuación. Bien mirado, en este terreno los juristas contamos con ventaja y protegemos nuestras rentas. Esta dinámica es paradigmática en la actualidad en relación con la normativa sobre voto a distancia y sistemas de comunicación electrónicos. Como suele ser frecuente en los sistemas de transición, contamos en la actualidad con una duplicidad de procedimientos: el tradicional y el electrónico. Esta situación es un campo abonado para el análisis pormenorizado y casuístico de cuestiones formales y técnicas, por lo que no es de extrañar la atención doctrinal que ha suscitado: la larga lista de contribuciones doctrinales al respecto dan buena muestra de ello.

<sup>113</sup> A este respecto, v. A. RONCERO (1996), *La representación del accionista en la junta general de la sociedad anónima*, Madrid.

<sup>114</sup> V. A. RONCERO (2004).

<sup>115</sup> La discusión en esta materia se ha centrado sobre la forma de generar la información: mecanismo de autotutela-derecho de sociedades versus mecanismo de tutela pública-derecho del mercado de valores, v. por todos, M. T. MARTÍNEZ MARTÍNEZ (1999, pp. 35-41). Sin embargo, lo fundamental es otro aspecto, el relativo al contenido de la información –qué información es relevante y debe ser revelada.

a las sociedades a revelar la información precisa para juzgar o calibrar el nivel de oportunismo de los *insiders* en relación con los asuntos a tratar en el orden del día de la junta de socios. No es relevante a estos efectos la información interna o decisiva para tomar decisiones de administración –que, obviamente, no debe ser desvelada-, sino la información relativa a la lealtad de los *insiders* –retribución de los administradores, operaciones interesadas, etc-.

Lo que no es dudoso es que el derecho de información cumple un papel muy distinto en las jurisdicciones de concentración o de dispersión del capital. La taxonomía tradicional del derecho de información en el derecho continental de sociedades es típica de un entorno sin mercado. Se articula como un mecanismo de autotutela de los socios –en esencia, a través de la vía del examen documental o de la vía de la pregunta en junta general-. Y, como todos los derechos de protección de la minoría, tiene los problemas estructurales de que a la vez es excesivo –puede llevar a un uso abusivo del derecho<sup>116</sup>- e insuficiente –el formalismo permite a la sociedad burlar el espíritu de la norma-. En cambio, en las jurisdicciones con mercados fuertes, la información es un *a priori* del mercado y es crucial para crear la confianza de los inversores. Lo que significa que la información que debe proveer la sociedad tiene carácter público: su destinatario es el mercado, el público inversor. Por eso, la transparencia es una obligación que se hace cumplir mayoritariamente a través de mecanismos de *enforcement* coactivos o públicos – los propios del derecho del mercado de valores-, que son más eficaces que los mecanismos de *enforcement* privados –los propios del derecho de sociedades-. Con todo, el derecho de sociedades y el derecho de mercado de valores son complementarios (pero no debe olvidarse que informarse, aún cuando la información sea accesible, es costoso para el socio minoritario –la inversión en estudiar y valorar la información guarda una relación inversa con el tamaño de la inversión-)<sup>117</sup>.

(ii) Los ordenamientos continentales – a través de los reglamentos de las juntas- buscaron flexibilizar la mecánica de las juntas dotando a las sociedades de una mayor autonomía. El objetivo era contrarrestar nuestra tendencia natural hacia la regulación, que pronto se hace imperativa, obsoleta y costosa. No es dudoso que el núcleo duro de la normativa deba ser imperativo porque establece los derechos de los socios. En cambio, las reglas técnicas relativas a la mecánica del voto deben poder ser dispositivas para las sociedades.

En principio, lo normal es que las partes adopten reglas eficientes, que maximicen la riqueza social. No obstante, se corre el riesgo de que, con la excusa de huir de un procedimiento legal excesivamente gravoso, los administradores promuevan

---

<sup>116</sup> Las correcciones introducidas en la reforma del art. 112 LSA, al igual que el también reformado § 131 AktG alemán, deben entenderse en este sentido. Se autoriza al presidente para limitar temporalmente las intervenciones de los accionistas, y remite a los accionistas a las informaciones publicadas en relación con la celebración de la junta en la página web.

<sup>117</sup> Nuestra doctrina invierte muchos esfuerzos en desentrañar los aspectos técnicos del derecho de información (art. 112 LSA y 117.1 y 2 LMV). Cuestiones tales como el tiempo y la forma de la información, el cumplimiento diferido de la información, las competencias de denegación del presidente de la junta, etc, v. por todos J. C. VÁZQUEZ CUETO (2003) y M. T. MARTÍNEZ MARTÍNEZ (2005).

procedimientos alternativos que les favorezcan en detrimento de los intereses de los socios. Y que los problemas de información imperfecta y asimétrica lleven a los socios a admitir reglas indeseables<sup>118</sup>. Así, los reglamentos de las juntas no han colmado los deseos de autorregulación que se les había encomendado: con frecuencia, en lugar de servir a los intereses de los socios, han servido a los intereses de los *insiders*. Los reglamentos no han rebajado los costes inherentes al ejercicio del voto –la tónica general ha sido la de reproducir la reglamentación legal o estatutaria-. Es más, en ocasiones, han agravado las cautelas legales y, sobre todo, han tratado de favorecer la posición de los *insiders*<sup>119</sup>. Bien mirado, este resultado no resulta sorprendente: es contraintuitivo pensar que los *insiders*, por iniciativa propia, vayan a favorecer que los accionistas les discutan el control<sup>120</sup>. Con todo, aquí se traza el límite de la libertad contractual en esta materia: las sociedades deben ser libres para facilitar y aligerar las reglas en favor de los socios y del ejercicio de su derecho de voto, pero no con el propósito de que los administradores controlen los resortes del procedimiento y puedan manipularlo en su interés. Los tribunales deben velar por ello activamente.

Nuestra doctrina extrae de esta experiencia la conclusión de que la regulación legal es superior frente a la autorregulación en materia de gobierno corporativo<sup>121</sup>. Este diagnóstico no se ajusta a la realidad<sup>122</sup>. Dos razones avalan esta afirmación. La primera es que en nuestro entorno jurídico no tenemos tradición de autorregulación, nos falta experiencia, y nuestras inercias colectivas son acreedoras de un sistema muy legalista, que deben dar paso a controles judiciales o *ex post*. Estos obstáculos, tan enraizados, no se vencen de hoy para mañana. La segunda razón es que no es dudoso que *en materias que tocan al conflicto de intereses, las reglas dispositivas pueden resultar de eficacia limitada*. Con todo, la deslealtad es una cuestión de cálculo. Se comprende sin esfuerzo que en un entorno en el que hay fuerte competencia, el precio de la deslealtad es más alto que en un mercado oligopolístico –los reglamentos de las principales empresas del IBEX son prácticamente iguales-.

---

<sup>118</sup> L. BEBCHUK y M. KAHAN (1990, pp. 1132-1133).

<sup>119</sup> El diagnóstico de la doctrina más atenta es que los reglamentos de las juntas han cumplido un papel decepcionante. Por un lado, se han limitado a compendiar la regulación vigente y, por el otro, no han entrado a regular materias que lo requerían, v. EMPARANZA (2003); y RODRÍGUEZ ARTIGAS (2004). Similar análisis se realiza en los países de nuestro entorno, v. D. DIETRICH, “Voraussetzungen und Inhalte einer Geschäftsordnung der Hauptversammlung”, NZG, pp. 928 ss. Hasta aquí la decepción. El problema es que no sólo no han realizado las tareas de facilitar el ejercicio del voto, sino que las han encarecido, valga como ejemplo los medios de acreditación adicionales de algunos reglamentos –como es el caso del Grupo Santander, Endesa, o Bankinter, más información en RECALDE (2007, p. 22), o las han manipulado a su favor. Así, es común establecer que, para asuntos incluidos en el orden del día por los administradores la votación se efectúa siguiendo el sistema de deducción negativa, mientras que cuando se trate de asuntos incluidos en el orden del día por la minoría, se recurre al sistema de deducción positiva, v. EMPARANZA, (2003, p. 159); RODRÍGUEZ ARTIGAS (2004, p. 314); y RECALDE (2007, p. 26).

<sup>120</sup> Entre nosotros, estas reflexiones se han vertido en relación con la asunción voluntaria de las nuevas tecnologías, v. L. FERNÁNDEZ DEL POZO y F. VICENT CHULIÁ (2000, p. 983); y J. IBÁÑEZ (2003, p. 1026).

<sup>121</sup> Esta tesis está en la trastienda de gran parte de los análisis sobre la materia, pero en algún caso se expone con claridad, v., por todos, ALONSO LEDESMA (1999<sup>a</sup>, pp. 657 ss).

<sup>122</sup> En este sentido, ver las reflexiones de C. PAZ-ARES (2004).

## 6. Los estándares: los deberes de lealtad de los socios de control

Siguiendo el programa que se ha trazado al inicio, corresponde a continuación indagar las directrices que deben regir el funcionamiento de la junta de socios en las sociedades de capital concentrado. Como se recordará, la idea maestra es que ante la presencia de uno o varios socios de control, el sistema de protección de los socios minoritarios reside principalmente en estándares de conducta que sometan el oportunismo de los socios de control. Aunque la eficacia de los deberes de lealtad es deficitaria en nuestro derecho, lo cierto es que contamos con bases normativas para articular la impugnación de los acuerdos sociales cuando se ha dañado el interés de los socios minoritarios. Este mecanismo cobra especial relevancia, porque de *lege lata*, el socio de control sólo responde de su actuación en el ejercicio de voto.

### 6.1. Patologías del sistema de voto

Hemos comprobado que la aptitud del voto como mecanismo de gobierno estriba en su capacidad para poner límites al poder de los *insiders*. También sabemos que el voto es un instrumento productivo, que contribuye a la creación de la riqueza social, siempre que sea sincero, es decir que no esté intervenido, ni sea interesado como resultado de un conflicto de intereses. Pues bien, estas dos condiciones del voto eficiente no se cumplen en el caso de que haya uno o varios socios de control en la sociedad. Entonces, las decisiones adoptadas por los socios corren el riesgo de ser improductivas –pueden hacer decrecer la riqueza social. En particular, el riesgo más plausible es que el voto mayoritario se comporte de modo estratégico, con el objetivo de maximizar las ganancias privadas a costa de las ganancias totales. De nuevo, el consabido riesgo de redistribución del excedente al margen del reparto pactado. Pues bien, en estos casos, la protección de los minoritarios no se articula a través del derecho del voto, sino a través de los deberes de lealtad de los socios de control: se trata, por lo tanto, de instrumentos de protección sustitutivos.

En efecto, el derecho de sociedades parte de la concepción de que los socios son los propietarios residuales de la sociedad, y en tal condición se les asignan derechos de voto. El sistema del voto se sustancia en dos principios. El primero es un principio de asignación de los derechos según el principio de una acción-un voto. La distribución del voto no se realiza en función de un principio de igualdad de los socios, sino en proporción de su participación en el capital de la sociedad. El segundo es un principio de eficiencia del voto. El sistema de voto alcanza resultados productivos porque agrega preferencias dispersas. Desde esta óptica el resultado refleja la preferencia mayoritaria, en principio, la que esperamos estadísticamente que sea la más eficiente para el bienestar común. Si se analizan los dos principios conjuntamente uno se puede percatar de que para que este sistema de control residual de los socios funcione como es debido es imperativo que los socios tengan *intereses homogéneos*. Si el fin de la sociedad es maximizar su valor residual, todos los socios deben estar conformes con este propósito para que su voto sea productivo para el interés común<sup>123</sup>.

---

<sup>123</sup> P. H. EDELMAN y R. S. THOMAS (2005, p. 464).

El problema aparece cuando los socios tienen intereses en conflicto, cuyo caso paradigmático es el del socio de control. Cuanto más concentrada esté la propiedad, el resultado del voto reflejara menos el interés compartido o común, y más el interés particular de los socios con más acciones. Simplemente, porque el voto así articulado, no nos ofrece el resultado de la preferencia colectiva de los socios dispersos, que representan intereses compartidos y son la voz del interés común, sino que nos facilita la preferencia particular de los *insiders*. Y el interés de los socios de control puede estar en conflicto con el interés común: en vez de perseguir la maximización de la riqueza conjunta, se corre el riesgo de pretender maximizar la riqueza particular de los socios mayoritarios.

## 6.2. Voto y deberes de lealtad

1) Las insatisfacciones que provoca el sistema de voto ante la presencia de socios de control se corrige con la imposición de deberes de lealtad. Se trata de un contrapeso a la discrecionalidad amparada en la regla de la mayoría. Este es el *fundamento jurídico* de la protección de los minoritarios. La protección del minoritario no se articula *ex ante* sino *ex post*. O, dicho con otras palabras, las reglas de voto se sustituyen, en el plano funcional de la protección de la posición del minoritario, por los estándares de lealtad. En los conflictos de agencia entre accionistas y administradores el voto de los accionistas dispersos es un buen contrapeso para frenar el abuso de poder de los administradores. En cambio, este mecanismo no funciona en el caso de que el *insider* potencialmente oportunista sea el socio de control, debido a que reúne la doble condición de *insider* y de socio. En esta tesitura, cabría plantearse la oportunidad de articular mecanismos correctores del voto, como la abstención forzosa de los socios de control en situaciones de conflictos de intereses<sup>124</sup>. Pero esta alternativa también presenta sus riesgos, por dos motivos: por un lado, los socios de control, al ser socios, tienen un interés legítimo en defender sus rentas en la sociedad, y por el otro lado, quedarían a expensas de la minoría, creándose un nuevo conflicto de interés (la llamada “mayorización de la minoría”). Con todo, el deber de abstención podría contribuir, de manera excepcional, a prevenir conductas desleales, fundamentalmente en operaciones potencialmente expropiatorias, como las de *self-dealing*. En estos supuestos, los obstáculos antes mencionados pierden fuerza porque las operaciones vinculadas del socio de control con la sociedad son de alto riesgo para los intereses de los minoritarios –por lo que estaría justificado, por motivos de proporcionalidad, que el socio en conflicto se abstuviera de votar-, y no hay peligro de que la decisión de la minoría sea redistributiva, es decir, que se prive al socio mayoritario de un derecho contractual legítimo.

---

<sup>124</sup> La prohibición del ejercicio de voto al socio incurso en determinados conflictos de intereses está contemplada en nuestro ordenamiento en sede de sociedades limitadas (art. 52 LSRL), pero no en sede de sociedades anónimas. Una regla muy similar ya la recogía el derecho alemán, en el § 47 GmbHG. Lo que sucede es que esta regla recoge supuestos con una *ratio* muy distinta entre sí, y deja fuera los casos más paradigmáticos que reclamarían una medida de estas características, el ámbito de las operaciones vinculadas. Aunque es verdad que el artículo 52 LSRL tipifica, con buen criterio, supuestos análogos, como el cuarto (acuerdos por los que se conceden créditos, garantías y asistencia financiera a un socio) y quinto (acuerdo por el que se libera al socio-administrador del deber de no competir o acuerdos por los que se autorizan contratos de obra y servicios entre la sociedad y el socio-administrador). Lo que se plantea en el texto es la oportunidad de articular un deber de abstención en sede de sociedades anónimas para fiscalizar *ex ante* operaciones de *self-dealing*, para el que de momento no hay base legal. Sobre la materia, M. SÁNCHEZ RUIZ (2000).

En cualquier caso, la solución para evitar conductas oportunistas o desleales pasa, en mi criterio, por ensayar sistemas de protección generales de los accionistas minoritarios al margen del derecho de voto. La opción más atendible es imponer a la mayoría –esté formada por la voz de un solo socio o por la asociación de varios socios- el deber de emitir su voluntad, atendiendo no sólo a sus intereses particulares, sino también a los intereses de los socios minoritarios<sup>125</sup>. El deber de lealtad establece un estándar de conducta de acuerdo con la buena fe contractual. En el ámbito societario el principio de actuar conforme a la buena fe se recoge en la cláusula del interés social, que no es distinta de la protección de la primacía del interés de los accionistas y que, por tanto, adquiere pleno sentido en las relaciones horizontales<sup>126</sup>. Las decisiones adoptadas por la junta vulnerando tales deberes son impugnables ante los tribunales. La lógica de este deber no parece que permita albergar dudas: la voluntad de la mayoría decide el destino de la totalidad de los recursos sociales, y en la medida en que deciden por otros, la buena fe le impone deberes fiduciarios frente a ellos.

2) La segunda reflexión tiene que ver con la *concreción de los deberes de lealtad* de los socios de control en relación con el ejercicio del voto. En los ordenamientos continentales el apartado en los que existe una mayor definición de los deberes de lealtad de los socios es en materia de voto. Las decisiones sociales que potencialmente entrañan mayor riesgo de expropiación para los minoritarios son las de aumento de capital, la fusión, o cualesquiera otras que modifiquen la estructura financiera u organizativa de la sociedad. Las estrategias expropiatorias a este respecto están bien estudiadas, pero su sanción es inferior a la que sería deseable porque los tribunales vienen siendo muy reacios a admitir la deslealtad [v. infra. 3.2]. Salvo en países como Alemania, donde los deberes de lealtad son un instrumento eficaz para proteger a la minoría frente a las decisiones expropiatorias de la mayoría, el resto de los ordenamientos presentan un déficit de protección de los socios minoritarios a través de los deberes de lealtad de los socios mayoritarios. En parte, esta carencia se ha intentado subsanar implementando controles legales *ex ante*. Algunos ordenamientos han optado por utilizar la experiencia de los tribunales en detectar la deslealtad, incorporando sus criterios de examen a la normativa vigente. De esta forma, se hace

<sup>125</sup> Este sistema es común en los derechos continentales. El fundamento jurídico no es siempre coincidente. El derecho alemán construye un sistema sólido de estándares de conducta, de naturaleza contractual de los socios, de los socios mayoritarios a través de los deberes de lealtad -v. por todos, H. HENZE y R. NOTZ (2004, § 53 a)-. Otros derechos continentales, como el francés o el italiano, desarrollan doctrinas para poner coto o límite a los poderes de control de los mayoritarios a través del voto, como son las doctrinas de abuso de mayoría [J-P LEGROS (1991) y F. GUERRA (2002)]. Entre nosotros, el fundamento de la impugnación se sustentaría bien en el art. 7 CC, calificándolos como acuerdos abusivos, bien en el art 115 LSA, por lo que se les consideraría acuerdos adoptados por el socio mayoritario en infracción de su deber de lealtad hacia la minoría [argumentos a favor de la doctrina mayoritaria, M. SÁNCHEZ RUIZ (2002, pp. 213 ss)] . La primera alternativa ha sido refrendada mayoritariamente por la jurisprudencia [v. entre las más recientes, STS 16-III-1987, 19-x-1987, 12-II-1992, 14-XI-1992]. La doctrina minoritaria es la más atendible. Nuestro derecho tiene base normativa para entender *de lege lata* que la cláusula del interés social impone deberes de lealtad de la mayoría frente a la minoría (arg. ex art. 115 LSA en conexión con el art. 159 LSA), v. ALFARO (1995, pp. 21 ss).

<sup>126</sup> Este principio societario también se encuentra en los derechos norteamericanos. De hecho, se ideó para solucionar conflictos de carácter horizontal, conflictos entre distintos grupos de socios. En ella se basa la doctrina jurisprudencial de la *minority oppression*, cuyo habitat natural hoy en día son las sociedades cerradas. D. G. SMITH (1998, pp. 277 y 322-323); y R. B. THOMSON (1993, pp. 699 y 708), "The shareholder's cause of action for oppression", 48 *Bus Law*.



un esfuerzo por tipificar *ex ante* la conducta desleal<sup>127</sup>. El caso del aumento de capital abusivo o el de la exclusión del derecho de suscripción preferente son paradigmáticos<sup>128</sup>.

### 6.3. La racionalidad del mecanismo impugnatorio

1) El análisis del derecho sobre impugnación de acuerdos sociales ha suscitado tradicionalmente un elevado interés. En particular, el *apartado de los excesos* es el que viene preocupando más a la doctrina. La cuestión que se plantea es como sigue. La protección de los socios minoritarios a través de la litigación aumenta el riesgo de extorsión o de *hold-up*<sup>129</sup>. Como toda regla conlleva sus costes, se trata de hacer un *trade-off* entre costes y beneficios. Este análisis se viene realizando en materia de legitimación y en materia de litigación estratégica. El argumento en materia de legitimación nos asevera que resulta excesivo que cualquier socio, con la única condición de que haya mostrado su disconformidad frente a la sociedad, esté facultado para impugnar un acuerdo social. El riesgo de tan amplia protección es que un solo socio oportunista pueda poner en peligro una operación societaria muy productiva. Por otro lado, el argumento en materia de litigación estratégica nos dice que los minoritarios cuentan con otra ventaja estratégica para extorsionar, y es que la ley no discrimina –al menos, no da criterios para deslindarlas a priori– las demandas carentes de fundamento de aquellas justificadas. La litigación estratégica encuentra en los defectos procedimentales terreno abonado para sus fines abusivos –resulta sencillo alegar, por ejemplo, una lesión del derecho de información. Pues bien, en estas circunstancias, la opción que se baraja para frenar los riesgos de extorsión es reducir la amplia legitimación tradicional que faculta a cualquier socio a impugnar el acuerdo.

En principio, este cambio puede parecer sensato. Parece, en efecto, excesivo que cualquier accionista tenga el poder de bloquear operaciones productivas de la sociedad. Pero un análisis más detenido nos persuade de que el problema de fondo es más complejo de lo que se ve a simple vista. No debemos olvidar que, *hoy por hoy, en las sociedades de capital concentrado, la impugnación de acuerdos sociales es la única protección de la que disponen los socios sin derechos de control para proteger sus inversiones frente a los socios de control*<sup>130</sup>. Bien mirado, los riesgos más graves de elevar el umbral de legitimación tiene que ver con la articulación de la regla y la posibilidad de reemplazar su configuración tradicional como regla de propiedad en regla de responsabilidad (a), y con los problemas de disuasión y de eficacia de la regla (b). Resulta evidente que los problemas de extorsión y de litigación estratégica deben buscar otras soluciones (c).

a) La impugnación de acuerdos sociales se articula como una regla de propiedad *ex post*, y no como una regla de responsabilidad. Sirve, por consiguiente, para anular o enmendar

<sup>127</sup> J. ALFARO (1995, pp. 105-116). No es de extrañar que se requieran las mismas exigencias de adecuación, necesidad, proporcionalidad, y decisión tomada en beneficio de todos, que se requieren con carácter general para el control de actos discrecionales.

<sup>128</sup> H. HENZE y R. NOTZ (2004, pp. 128 ss).

<sup>129</sup> Este fenómeno se ha detectado desde antiguo por nuestra doctrina, v. por todos, las referencias P. J. RUBIO VICENTE (2003).

<sup>130</sup> Sin embargo, en nuestra doctrina no se ha venido entendiendo así. Se ha tratado de rebajar la importancia de este mecanismo de protección, diciendo que no debe considerarse un derecho *stricto sensu*, sino más bien una legitimación procesal, que comparten con otros legitimados, como los administradores, en interés de la sociedad, A. SÁNCHEZ ANDRÉS (1992, p. 103); y URÍA, MENÉNDEZ y MUÑOZ PLANAS (1992, p. 305).

las decisiones sociales ilegales y desleales. Al tratarse de una regla de propiedad, opera indubitadamente en favor de los socios minoritarios: los socios minoritarios tienen el poder de anular la decisión mayoritaria si consideran que vulnera el reparto pactado. En cambio, si fuera una regla de responsabilidad, podría beneficiar al socio mayoritario, porque le daría el derecho de adoptar la decisión que le interesara, siempre que compensara adecuadamente –y esto, presuponiendo que el Tribunal puede acercarse de manera razonablemente precisa al impacto negativo sobre el minoritario de la decisión adoptada- el daño infringido a los socios minoritarios.

En esencia, se concibe mejor como una regla de propiedad y no como una regla de responsabilidad o compensatoria, porque estamos ante las reglas básicas de juego a las que se han sometido voluntariamente las partes en el contrato de sociedad. Podemos pensar que la voluntad hipotética de las partes en ese contrato discurriría más o menos como sigue: los socios minoritarios renuncian a tener poder de decisión, pero en contrapartida, los socios mayoritarios les dan la garantía de que no se van a comportar de manera oportunista al repartir el excedente, ni van a redefinir unilateralmente las reglas de reparto<sup>131</sup>. De acuerdo con esta voluntad hipotética, los socios hubieran convenido en que se anularían aquellas decisiones que, aún contando con la mayoría necesaria, afectan a los derechos contractuales de los socios sin capacidad –efectiva- de ejercitar control con su voto. Así configurada, es una norma poderosa para que los socios minoritarios puedan atar corto a los mayoritarios. En cambio, si se prevé más como regla de responsabilidad, el resultado sería, en muchos casos, otro<sup>132</sup>, en especial cuando, como es de esperar, la determinación *ex post* del impacto de la medida adoptada por el mayoritario está rodeada de incertidumbre.

Se puede pensar, en todo caso que la regla de responsabilidad, dejando a un lado las dificultades en el cálculo del daño, puede resultar apropiada una vez acaecido el daño: anular la decisión social puede parecer una respuesta excesiva, toda vez que el minoritario queda indemne. Pero las decisiones son prospectivas, y los incentivos probablemente no serán los deseables para el valor social<sup>133</sup>: si el mayoritario va a poder utilizar a bajo coste las inversiones de los minoritarios, lo hará, y, en buena lógica, se retraerá la inversión *ex ante*, ya que el atractivo de ser minoritario decrece en esas condiciones. Al socio mayoritario, por el mero hecho de ser mayoritario, no se le debe entender conferido privilegio alguno para utilizar las inversiones de los minoritarios en su propio interés –y no alcanzo a entender por qué en sede de grupos va a ser diferente-

---

<sup>131</sup> A esto se refería J. GARRIGUES (1949, p. 1003) cuando decía que todo accionista se somete a las decisiones de la mayoría, bajo el doble presupuesto de que la mayoría actuará en defensa del interés social, y que respete las bases esenciales de la sociedad. Es decir, a mi juicio, se está refiriendo a los pactos, entre los que destaca la regla de distribución de beneficios. Con otra argumentación, apelando a una interpretación sistemática de los arts. 115 y 159 LSA, ALFARO (1995, pp. 34-37).

<sup>132</sup> La regla compensatoria es la que prevé el derecho alemán para grupos de facto en el parágrafo 317 AktG. En este caso, la legitimación de la regla se busca en el interés del grupo. ALFARO (1995, pp. 44 ss).

<sup>133</sup> La lógica que subyace es la misma que las reglas que prohíben la contaminación o la regla de la accesión invertida: si se puede contaminar o invadir el terreno colindante mientras se indemniza el daño, se crean incentivos para hacerlo. Y la clave es que este tipo de comportamientos oportunistas perjudican al interés social, L. KAPLOW y S. SHAVELL (1996).

<sup>134</sup>. El minoritario es su consocio, no un mero prestamista de fondos que el mayoritario pueda usar a su discreción.

Del análisis anterior se infiere que es sensato que la vía impugnatoria se mantenga abierta para cualquier socio. Sin embargo, se apunta una tendencia en favor de desarticular el mecanismo impugnatorio como regla de propiedad y de transformarla en un tipo de regla de responsabilidad. La idea que parece recabar más valedores es convertir el derecho de impugnación en un derecho de minoría –bien estableciendo un porcentaje fijo, bien variable en función de la dispersión del capital<sup>135</sup>-. Lo que se conseguiría por esta vía es reforzar la posición inatacable de la mayoría, que está cohesionada y controla los resortes –también patrimoniales- de la sociedad para defender sus intereses, frente a una minoría dispersa, a la que resulta muy costoso agruparse. El efecto más claro de esta rebaja en la protección de los socios sin derechos de control sería un desincentivo de la inversión. Adicionalmente, algunos ordenamientos prevén suplir el remedio de la nulidad del acuerdo por una indemnización, si no se llegara al porcentaje mínimo de capital establecido para impugnar el acuerdo (art. 2377 (4) del reformado Código Civil italiano).

**b)** En otro orden de cosas, razones de eficacia de la regla y de disuasión de conductas también abonan la postura de no elevar el umbral de la legitimación. Hay una relación entre la entidad de la sanción y la probabilidad de ser sancionado. En nuestro caso, la sanción es baja: el socio mayoritario no responde personalmente por ser desleal, lo único que sucede es que se le impide que lleve a término la decisión desleal –es, sin duda, la reparación más genuina del daño para el socio minoritario-. Por lo tanto, en la medida en que atisbe una probabilidad de salirse con la suya con éxito, tendrá incentivos para intentarlo –no pierde nada con ello-. El sistema se equilibra porque la exposición a la sanción de los socios de control es alta: como cualquier socio puede impugnar los acuerdos desleales, la probabilidad de que queden impunes es muy baja. Este análisis nos sugiere que si se eleva el umbral de la legitimación para impugnar, y correlativamente, no se aumenta la sanción, quedarán comportamientos desleales sin el adecuado nivel de sanción esperada (magnitud multiplicada por probabilidad) y se resentirá la eficacia disuasoria del mecanismo impugnatorio. Una posibilidad para mantener los niveles de prevención, sería en todo caso la de añadir a la nulidad del acuerdo la responsabilidad personal de los socios de control.

Por otro lado, el fácil acceso de cualquier socio a los tribunales es una de las razones que explican que las transacciones desleales que se realizan a través de la junta estén mejor

---

<sup>134</sup> Con todo, la doctrina alemana, con buen criterio, ha reducido su alcance a los grupos de sociedades. Pero sigue sin convencer la explicación tradicional de que el interés del grupo, es decir, de la matriz, justifica este tipo de prácticas. De hecho, los comentarios al uso transmiten tal insatisfacción, y se hace una interpretación restrictiva, estableciendo que es un estándar mínimo, que debe completarse con los deberes de lealtad, v. H. HENZE y R. NOTZ (2004, pp.170-171). Tampoco cuando se alega que es lo que las partes hubieran convenido, si los problemas de monopolio bilateral hubieran permitido el pacto (ALFARO, 1995, pp. 44-45). Da la sensación de que se trata de un privilegio legal, y que se explica por razones de política económica: los *konzern* alemanes han sido los motores de la economía y del “capitalismo socialdemócrata”, en el se prima el interés no sólo del grupo de control, sino también de los trabajadores.

<sup>135</sup> Entre nosotros, v., por todos, SÁNCHEZ CALERO (2007, p. 363). En Alemania, v. por todos, W. BAYER (2000, p. 2615).

fiscalizadas que las que se realizan por otras vías, que siguen otros cauces procesales –lo que hemos llamado el *tunneling* financiero-. Nuestros jueces –al igual que en los países de nuestro entorno- se han visto obligados a revisar operaciones que, de otro modo, no hubieran tenido ocasión de enjuiciar: han tenido la oportunidad de ver de cerca muchas maniobras cortadas por el mismo patrón. Esto ha ocasionado que se haya ganado experiencia –se catalogan las operaciones y se conoce mejor la realidad subyacente- lo que ha contribuido a que los jueces hayan afinado el olfato frente al fraude en esta materia. En cambio, no se puede decir lo mismo de otro tipo de operaciones, como las de *self-dealing*, donde las barreras procesales han venido apartado estos asuntos de la atención judicial. La mejora en el stock de experiencia judicial acumulada tiene también un efecto disuasorio claro: cualquier *insider* debería saber que un aumento de capital abusivo tiene pocas posibilidades de prosperar.

c) Las reflexiones anteriores llevan a la conclusión de que elevar la legitimación para la impugnación de acuerdos sociales puede acaso ser una reacción desproporcionada para mitigar el riesgo del *hold-up*. Con todo, sí parece necesario buscar una alternativa. La racionalización de la regla tiene, a mi juicio, dos frentes. Por un lado, está el argumento sistemático. Me refiero al desfase que existe a la hora de fiscalizar judicialmente la lealtad de los socios de control cuando actúan a través de la junta o del consejo. La exposición de los socios de control en el caso de actuar a través de la junta es alta y en el caso de que actúen a través del consejo, es clamorosamente baja –aunque no absolutamente inexistente: art. 143.1 LSA<sup>136</sup>-. Esto crea incentivos perversos, como es la huida de la adopción de decisiones en sede de junta en beneficio del órgano de administración. Es preciso, por tanto, alinear adecuadamente la regulación de las acciones de las que disponemos para hacer cumplir la lealtad de los socios de control, las acciones de impugnación y las acciones de responsabilidad.

Por otro lado, resulta evidente que la excesiva confianza que hemos depositado en las reglas procedimentales acaba pasando factura. Las demandas de impugnación se sustentan con frecuencia en vicios de procedimiento –en cierta medida, también porque los tribunales han sido reacios a supervisar el contenido de los acuerdos-. Lo cual pone en evidencia algo que, al margen de las reglas básicas que garantizan el ejercicio de los derechos, las demás reglas de procedimiento pueden ser contraproducentes: pueden servir para dar apariencia de legitimidad a decisiones que pueden ser desleales e incrementan los costes de ejercicio y de litigación. La receta para mitigar estos excesos reside en buena medida en contener la producción de reglas procedimentales. Mientras tanto, nuestros tribunales, con buen criterio, vienen favoreciendo la reducción teleológica de la norma mediante la doctrina de la relevancia<sup>137</sup> –en el mismo sentido, el

---

<sup>136</sup> Es cierto que los acuerdos del consejo pueden ser impugnados, pero la legitimación activa es muy baja (art. 143 LSA). Pero, lo esencial no es esto, sino que la lealtad en la adopción de decisiones de gestión se controla a través de las acciones de responsabilidad, de las que se escapa el socio de control (art. 127 y siguientes).

<sup>137</sup> Esta doctrina acude a la equidad y al principio de proporcionalidad para valorar la gravedad o “relevancia” de la infracción, de tal manera que excluye que las infracciones menores del procedimiento puedan provocar la nulidad [STS 9 de mayo de 1983, 7 de febrero de 1984, 3 de noviembre de 1987].

*freigabeverfahren*, tras la reforma del par. 246a AktG-. Con todo, nótese que ampararse en un vicio formal no siempre esconde una motivación extorsionadora: en ocasiones es la única alternativa que asiste a los socios minoritarios para llamar la atención del tribunal respecto de serios conflictos internos<sup>138</sup>. Quizá los excesos de la regla se puedan gobernar mejor a través de otras herramientas que no afecten a la legitimación y que sancionen al socio estratégico o extorsionador por usar mal la protección judicial. En esta línea, estaría facilitar el examen expeditivo de los acuerdos, con objeto de evitar la extorsión o gravar al impugnante, incluso más allá del principio de vencimiento objetivo de la LEC, con los costes procesales con los costes procesales

2) Sentado lo anterior, es importante subrayar que *el capítulo de defectos* de la acción de impugnación está menos explorado que el de los excesos. Desde esta óptica, el obstáculo no es tanto la regla en sí *-law on the books-*, como su eficacia *-law in action-*. La protección de los minoritarios a través de la impugnación de los acuerdos sociales abusivos o desleales se enfrenta a serios problemas de aplicación por parte de los tribunales. Con frecuencia se tiende a sobrevalorar el valor de las normas, pensando pensar que la ley es la solución de cualquier disfunción que hayamos detectado en el derecho de sociedades. Y no es así. La experiencia demuestra que la falta de protección a los socios minoritarios es, en la mayoría de los países, más un problema de aplicación eficaz de las normas que de falta de previsión normativa<sup>139</sup>.

La cuestión a la que nos enfrentamos es a la aplicación judicial de estándares de conducta, los deberes de lealtad de los *insiders*. Es verdad que en estas materias los jueces han ido identificando y perfilando *-aunque más bien tímidamente-* algunas de las conductas desleales más significativas<sup>140</sup>. Pero no lo es menos que al dejar toda la defensa de los minoritarios en manos de los jueces, los errores o los sesgos judiciales pueden resultar muy costosos. Los estudios relativos a la eficacia de los tribunales en materia de derecho de sociedades han puesto en evidencia varias carencias a las que se enfrentan los jueces y tribunales de los países latinos, tales como la falta de pericia y especialización en cuestiones económicas, las barreras procesales para acceder a la protección jurisdiccional, o la lentitud del sistema<sup>141</sup>. Con todo, es compartido que los sesgos

<sup>138</sup> L. ENRIQUES, (2002, p. 773).

<sup>139</sup> LAPORTA ET AL. (1998, pp. 1140 ss). Esta cuestión ha quedado patente en las economías en transición, K. PISTOR, M. RAISER y S. GELFER (2000). El caso más significativo es el de Rusia que, como en otros casos, acudió a los profesores Black y Kraakman para que les confeccionara la legislación, pero comprobaron que las normas no bastan: son papel mojado a falta de un sustento institucional de base, B. BLACK, R. KRAAKMAN y A. TARASSOVA (2000, pp. 1756-1757). En cambio, una de las fortalezas del *Common Law* en la protección de los inversores parece residir en su sistema jurisdiccional, lo que reduce la importancia de la producción normativa sustantiva, B. BLACK (1990).

<sup>140</sup> La revisión judicial de los deberes de lealtad de los socios mayoritarios tiene mayor desarrollo en sede de sociedades de responsabilidad limitada, en particular en supuestos de dividendos encubiertos, para un apunte, J. ALFARO (2005, pp. 16 ss). En sede de sociedades anónimas, el instrumento más frecuente para llevar a cabo estrategias expropiatorias de los socios minoritarios es el aumento de capital, y esto ocurre cuando se dan conjuntamente circunstancias como las siguientes: el aumento es desproporcionado para las necesidades financieras de la sociedad, las nuevas acciones o participaciones se emiten a un tipo desproporcionadamente bajo en relación con su valor real, y se realiza en un momento en el que los socios minoritarios no pueden participar en el aumento. Con todo, nuestra jurisprudencia no siempre detecta la intención de dañar a la minoría que se oculta detrás de algunas operaciones, ALFARO (1995).

<sup>141</sup> L. ENRIQUES (2002, pp. 765-778); C. PAZ-ARES (2003); y GÓMEZ POMAR y M<sup>a</sup>. I. SÁEZ LACAVE (2007, pp. 162 ss).

cognitivos y la inercia del procedimiento representan problemas más preocupantes. Dos cuestiones merecen un apunte.

a) La primera se refiere al formalismo. Los jueces tienden a comprobar el cumplimiento formal de las normas -que es lo que, con todo rigor, les pide un sistema codificado-, y no a desenmascarar la realidad que ocultan<sup>142</sup>. Justamente para mitigar este efecto están los estándares de conducta y las cláusulas generales, que legitiman al juez para desentrañar la segunda intención de las decisiones societarias que se someten a escrutinio.

b) La segunda cuestión alude a la manera de entender el derecho de sociedades en los sistemas jurídicos europeos continentales, en la que nos hemos socializado como juristas. Los estudios atestiguan que los tribunales, en media, suelen alinearse con los intereses de los mayoritarios y darles amparo en la medida en que la operación tenga un interés empresarial legítimo<sup>143</sup>. El problema de fondo no es específico de los jueces, sino común al resto de nuestra comunidad jurídica, y es que se suele identificar, salvo en supuestos clamorosos, el interés particular de la mayoría con el interés social -en materia de grupos, este análisis ofrece pocas dudas-. En consecuencia, salvo en los casos en que la operación perjudique los intereses de los minoritarios de manera patente y ostensible, la operación tiene muchos visos de prosperar. A veces se reconoce e identifica la existencia de daño para los minoritarios, pero se exige su sacrificio en aras del bienestar común, dentro de unos límites de adecuación y proporcionalidad<sup>144</sup>. Otras, simplemente ni siquiera se discierne la presencia de perjuicio para los minoritarios. Se trata de supuestos en los que hay una ventaja para el socio mayoritario, pero mientras la operación tenga justificación empresarial y no perjudique notoriamente el interés de la sociedad, se suele dar por sentado que la operación es legítima<sup>145</sup>.

Un ejemplo nos ayudará a ilustrar esta cuestión. Supongamos que el socio de control tiene la perspectiva de una oportunidad de negocio muy ventajosa. Como pretende apropiarse de individualmente de los beneficios de la operación y no quiere compartirla con los socios minoritarios, decide poner en marcha una operación de *freeze-out* -cuyo procedimiento se respeta de manera puntillosa-, y se indemniza a los minoritarios en función de los flujos de caja. Es evidente que se ha defraudado el interés de los

---

<sup>142</sup> En nuestras jurisdicciones de derecho continental, la carrera de derecho nos inculca una aproximación positivista y formalista al derecho, y en el caso de los jueces, se les selecciona por sus capacidades en orden a desarrollar un razonamiento formalista o legalista, L. ENRIQUES (2002, p. 811).

<sup>143</sup> Esta conclusión está gráficamente expuesta en JOHNSON ET AL. (2000, pp. 22-27). Con todo, es preciso advertir que algo está cambiando en la Sala Primera del Tribunal Supremo. Varias sentencias en los últimos tiempos parecen indicar que los *insiders* están en el ojo de todas las miradas.

<sup>144</sup> Este es el razonamiento que se esconde detrás del derecho a dañar de la matriz en los grupos, que se instrumentaliza a través de la doctrina de la compensación, que articula una regla de responsabilidad. El precedente legal se encuentra en el parágrafo 317 AktG. Este sistema se ha extendido a Italia, primero a través de la construcción doctrinal y jurisprudencial, y finalmente, mediante la reforma del derecho de sociedades de 2003 (art. 2497 Cc). Para un apunte, V. CARIELLO (2006).

<sup>145</sup> La jurisprudencia del TS ha declarado que los intereses lesionados no han de ser lo de los socios en particular, sino los de la sociedad, "por más que éstos resulten de la suma de los de todos aquellos", STS 1 de julio de 1961, 11 de noviembre de 1983.

minoritarios: de hecho, es un caso de libro en los Estados Unidos<sup>146</sup>. La razón es clara: la salida de los minoritarios no está amparada en un fin productivo –aunque se hayan alegado motivos de racionalización de la estructura societaria–, sino expropiatorio –el motivo auténtico reside en aprovecharse en exclusiva de una oportunidad de creación de riqueza común-. Probablemente, entre nosotros, al menos hoy por hoy, no habría reproche a una operación de esta clase.

## 7. Conclusiones

En este trabajo se ha querido reflexionar sobre la función que cumple la junta de socios en las sociedades de capital, poniendo en cuestión la idea común de que la junta tiene encomendada la tarea de formar, con la contribución de todos los socios, la voluntad social. El mensaje principal de esta contribución es que la junta no cumple un papel universal en el derecho de sociedades, sino que su función se ve determinada por la estructura de propiedad de la sociedad. En las sociedades de estructura concentrada, que son mayoritarias en nuestro país, también entre las sociedades cotizadas, la junta tiene el cometido –en términos funcionales, no en términos jurídicos– no tanto de tomar las decisiones sociales, como de hacer efectivos los deberes de lealtad de los mayoritarios cuando las toman. En cambio, en las sociedades de capital disperso, la junta puede ser un instrumento, como otros, para disciplinar a los administradores en el interés de los socios. En consecuencia, el derecho debe desarrollar las herramientas necesarias para responder a las necesidades que plantea cada caso.

## 8. Bibliografía

J. ALFARO (1995), *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Madrid.

--- (2005), “Los problemas contractuales de las sociedades cerradas”, *InDret* 4/2005 ([www.indret.com](http://www.indret.com)).

C. ALONSO LEDESMA (1999a), “El papel de la junta en el gobierno corporativo de las sociedades de capital”, en G. ESTEBAN VELASCO (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid-Barcelona, pp. 615 ss.

--- (1999b), “La reforma de la sociedad cotizada, *RdS*, pp. 16 ss.

J. L. ÁLVAREZ, y J. E. RICART (2005), “The increasing role professional service firms play in the reform of shareholders’ meetings”, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

---

<sup>146</sup> S. BAINBRIDGE (2002a, pp. 354-355), el examen judicial de los deberes de lealtad del socio de control son muy estrictos, porque no se realizan según el estándar de la *business judgment rule*, sino del *intrinsic fairness standard*, lo que significa que se sanciona que el mayoritario simplemente quisiera deshacerse de los minoritarios; G. SUBRAMANIAN (2005), “Fixing freezeouts”, 115 *Yale L. J.*

R. C. ANDERSON y D. M. REEB (2003), "Founding family ownership and firm performance", 58 *J. of Fin.*, pp. 1301 ss.

ATANASOV, B. BLACK, C. CICCOTELLO y S. GYOSHEV (2007), "How does law affect finance? An examination of a financial tunneling in an emerging market", <http://ssrn.com/abstract=902766>.

S. M. BAINBRIDGE (2002a), *Corporation law and economics*, New York.

--- (2002b), "Director vs. shareholder primacy in the convergence debate", 16 *Transnat. Law*, pp. 45 ss.

--- (2002c), "Why a board? Group decision making in corporate governance", 55 *Vand. L. Rev.*, pp. 1 ss.

--- (2003), "Director primacy: the means and ends of corporate governance", 97 *Nw. U. L. Rev.*, pp. 547 ss.

--- (2006), "Directors primacy and shareholder disempowerment", 119 *Harv. L. Rev.*, pp. 1735 ss.

T. BAUMS y K. E. SCOTT (2005), "Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the U.S. and Germany", 17 *J. of Applied Corporate Finance*, pp. 44-63.

W. BAYER (2000), "Aktionärsklagen de lege lata und de lege ferenda", *NJW*.

L. BEBCHUK (1999), "A rent protection theory of corporate ownership and control", <http://ssrn.com/abstract=168990>.

--- (2003), "The case for shareholders access to ballot", 59 *Bus Law*, pp. 43 ss.

--- (2005), "The case for increasing shareholder power", 118 *Harv. L. Rev.*, pp. 833 ss.

--- (2006), "Reply: Letting shareholders set the rules", 119 *Harv. L. Rev.*, pp. 1784 ss.

--- (2007), "The myth of the shareholder franchise", 93 *Virginia L. Rev.*, pp. 675 ss.

L. BEBCHUK y A. COHEN (2005), "The costs of entrenched boards", 78 *J. Fin. Econ*, pp. 409 ss.

L. BEBCHUK y O. HART (2001), "Takeover bids vs. Proxy fights in contest for corporate control", <http://ssrn.com/abstract=290584>.

L. BEBCHUK y M. KAHAN (1990), "A framework for analyzing legal policy towards proxy contests", 78 *Cal. L. Rev.*

L. BEBCHUK y Z. NEEMAM (2007), "Investor protection and interest group politics", <http://ssrn.com/abstract=1030355>.

L. BEBCHUK y M. ROE (1999), "A theory of path dependence in corporate ownership and governance", 52 *Stan. L. Rev.*, pp. 127 ss.

A. BERLE y G. MEANS (1932), *The modern corporation and private property*, New York.



- J. E. BETHEL y S. L. GILLAN (2002), "The impact of the institutional and regulatory environment on shareholder voting", [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- S. BHAGAT y R. H. JEFFERIS (1991), "Voting power in the proxy contest: The case of anti-takeover charter amendments", 30 *Journal of financial economics*, pp. 193-225
- U. BHATTACHARYA y H. DAOUK (2002), "The world price of insider trading", 57 *J. of Fin.*, pp. 7-108.
- A. BHIDE (1993), "The hidden costs of stock market liquidity", 34 *J. of Fin. Econ.*, pp. 31-51.
- B. BLACK (1990), "Is corporate law trivial? A political and economic analysis", 84 *Northwestern U. L. Rev.*, pp. 542 ss.
- (1998), "Shareholder activism and corporate governance in the United States", en *The new Palgrave dictionary of economics and the law*, vol. III.
- B. BLACK, R. KRAAKMAN y A. TARASSOVA (2000), "Russian privatization and corporate governance: what went wrong", 52 *Stan. L. Rev.*
- BOQUERA y LATORRE (2005), "Distribución y conflictos de competencias", en J. M. EMBID (coord.), *Las competencias de los órganos sociales en las sociedades de capital*, Valencia.
- P. BOLTON y E. VON THADEN (1998), "Blocks, liquidity and corporate control", 53 *J. Fin.*, pp. 1-25.
- M. BRECHT, P. BOLTON, A. RÖEL (2007), "Corporate law and governance", en M. POLINSKI y S. SHAVELL, *Handbook of law and economics*, II.
- M. BRECHT, J. FRANKS, C. MAYER y S. ROSSI (2006), "Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes U.K. Focus Fund", <http://ssrn.com/abstract=934712>.
- J. BRICKLEY, R. LEASE y C. SMITH (1988), "Ownership structures and voting on anti-takeover amendments", 20 *J. Fin. Econ.*, (1988), pp. 267-297.
- G. CALABRESI y A. D. MELAMED (1972); "Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral", 85 *Harvard Law Review*, pp. 1089 ss.
- C. J. CAMPBELL, S. L. GILLAN y C. M. NIDEN (1999); "Current perspectives on shareholder proposals: lessons from the 1997 proxy season", 28 *Financial management*, pp. 89-98.
- CARIELLO (2006), "The compensation of damages with advantages deriving from management and co-ordination (direzione e coordinamento) of the parent company (Article 2497, Paragraph 1, Italian Civil Code)", 3 *Eur. Comp. & Fin. L. Rev.*
- W. J. CARNEY (1990), "Does defining constituencies matter?", 59 *U. Cincinnati L. Rev.*
- F. CERDÁ (1993), *La escisión de la sociedad anónima*, Valencia.
- CLAUSSEN (2002), "Die Hauptversammlung in Wandel", en ZETCHE (ed.), *Die Virtuelle Hauptversammlung*, pp. 7 ss.

J. C. COFFEE (2001), "The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control", 111 *Yale L. J.*, pp. 1 ss.

--- (2005), "A theory of corporate scandals: Why the U. S. and Europe differ", 21 *Oxford Review of economic policy*, pp. 198-211.

S. COOLS (2005), "Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers", 30 *Del. J. of Corp. Law.*, pp. 697 ss.

H. DEMSETZ (1968), "The costs of transacting", 82 *Quart. J. of Econ.*, pp. 33-53

--- (1983), "The structure of ownership and the theory of the firm", 26 *J. L. & Econ.*, pp. 375-377.

D. DENIS y J. MC. CONNELL (2003), "Internacional corporate governance", 38 *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp. 1-36.

DJANKOV, LA PORTA, LOPEZ DE SILANES y SCHLEIFER (2006), "The law and economics on self-dealing", [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

A. DYCK y L. ZINGALES (2004), "Private benefits of control: an international comparison", 59 *J. Fin.*, pp. 537 ss.

F. H. EASTERBROOK y D. R. FISCHER (1983), "Voting in corporate law", 26 *J. L. & Econ.*

P. H. EDELMAN y R. S. THOMAS (2005), "Corporate voting and the takeover debate", 58 *Vand. L. Rev.*

J. M. EMBID (2005), en J. M. EMBID IRUJO (coord.), *Las competencias de los órganos sociales en las sociedades de capital*, Valencia.

A. EMPARANZA (2003), "El reglamento de la junta de accionistas tras la nueva ley 26/2003, de 17 de julio, de transparencia de las sociedades cotizadas", 21 *RdS*, pp. 155 ss.

L. ENRIQUES (2002), "Do corporate law judges matter? Some evidence from Milan", 3 *European Business organization Law Review*.

L. ENRIQUES y P. VOLPIN (2007), "Corporate Governance reforms in continental Europe", 21 *J. of Economic Perspective*, p. 119.

G. ESTEBAN VELASCO (1982), *El poder de decisión en las sociedades anónimas: Derecho europeo y reforma del Derecho español*, Madrid.

--- (1987), "Organización y contenido del poder de representación en las sociedades de capital", en *La reforma del derecho de las sociedades de capital*, Madrid

--- (1994a), "Sociedad anónima: principales aspectos y problemas de su regulación", *RdS*, p. 135 ss.

--- (1994b) "Estructura orgánica de la sociedad de responsabilidad limitada", *RdS*, n<sup>o</sup> extraordinario.

M. FACCIO y L. LANG (2002), "The ultimate ownership of western european companies", 65 *J. of Fin Econ.*, pp. 365-395.

T. FEDDERSEN y W. PESENDORFER (1997), "Voting behavior and information aggregation in elections with private information", 65 *Econometrica*, p. 1029 ss.

L. FERNÁNDEZ DEL POZO (2001), *Operaciones societarias de modificación estructural*, Valencia.

--- (2004), "El reglamento de la junta general en la ley de transparencia de las sociedades anónimas cotizadas", 23 *RDBB*.

L. FERNÁNDEZ DEL POZO y F. VICENT CHULIÁ (2000), "Internet y derecho de sociedades. Una primera aproximación", 237 *RDM*.

I. FERNÁNDEZ TORRES (2007), "De nuevo sobre las modificaciones estructurales y las competencias implícitas de la junta general. A propósito de las sentencias del tribunal Supremo (Sala 1<sup>a</sup>) de 28 de septiembre de 2006 y de 8 de febrero de 2007", *RdS*.

J. FRANKS, C. MAYER y S. ROSSI (2005), "Spending less time with the family: the decline of family ownership in the United Kingdom", en R. K. MORCK (ed), *A History of corporate governance around the world*, Chicago, pp. 581-607.

J. M. GARRIDO (2002), *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Bolonia.

J. GARRIGUES (1949), *Tratado de derecho mercantil.*, I, Madrid.

--- (1970), *La reforma de la sociedad anónima y el régimen de la bolsa*, Instituto de Estudios Bancarios y Bursátiles, Bilbao.

S. GATTI (2002), "La nuova disciplina italiana della rappresentanza del socio nell'assemblea delle società per azioni quotate in borsa", en *Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, pp. 2753 ss.

S. L. GILLAN y L. STARKS (1998), "A survey of shareholder activism: motivation and empirical evidence", 2 *Contemporary Finance Digest*, pp. 10 ss.

--- (2000), "Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors", 57 *Journal of Financial Economics*, pp. 257-305.

R. GILSON y B. BLACK (1995), *The law and finance of corporate acquisitions*, Nueva York.

P. GOMPERS ET AL. (2003), "Corporate governance and equity prices", 118 *Q. J. Econ*, pp. 111 ss.

F. GÓMEZ POMAR y I. SÁEZ LACAVE (2007), "La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos", *RMV*, pp. 157 ss.

J. N. GORDON (1991), "Shareholder Initiative: A social choice and game theoretic approach to corporate law", 60 *Univ. Cincinnati L. Rev.*, pp. 347 ss.

Z. GOSHEN (2000), "Voting and the economics of corporate self-dealing: theory meets reality", <http://ssrn.com/abstract=229273>.

F. GUERRA (2002), "Abuso del voto e controllo di correttezza sul procedimento deliberativo assembleare", *Revista delle società*, pp. 181 ss.

M. HABERSACK (2001), § 311, en EMMERICH y HABERSACK (eds.), *Aktienkonzernrecht*, marginal 16, München.

--- (2005a), "Mitwirkungsrechte der Aktionäre nach Macotron und Gelatine", AG.

--- (2005b), en EMMERICH y HABERSACK, *Konzernrecht*, München.

H. HENZE y R. NOTZ (2004), § 53 a, en K. HOPT y H. WIEDEMANN, *AktG Grosskommentar*, pp. 93-143, Berlín-Nueva York.

H. HIRTE (1997), "Die aktienrechtliche Stazungstreng", 13 ZGR, pp. 61 ss.

C. HOLDERNESS y D. P. SHEEHAN (1988), "The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis", 20 *J. Fin. Econ.*, pp. 317 ss.

HÜBNER (1984), "Die Ausgliederung von Unternehmensteilen in aktien -und aufsichtsrechtlicher Sicht", *F. S. Stimpel*, pp. 795 ss.

J. IBÁÑEZ (2003), "El ejercicio telemático de los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas españolas", 249 RDM.

M. JENSEN y W. MECKLING (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure", 3 (1) *J. Fin. Econ.*, pp. 305-360.

JOHNSON ET AL. (2000), "Tunneling", 90 *Am. Econ. Rev.*.

J. JUSTE MENCIA (1995), *Los derechos de minoría en la sociedad anónima*, Pamplona; R. MARTÍ LACALLE (2003), *El ejercicio de los derechos de minoría en la sociedad anónima cotizada*.

L. KAPLOW y S. SHAVELL (1996), "Property versus liability rules", 109 *Harv. L. Rev.*

J.M KARPOFF, P. H. MALATESTA y R. A. WALKING (1996), "Corporate Governance and shareholders initiatives: empirical evidence", 42 *Journal of Financial economics*, pp. 365-395.

T. KIRCHMAIER y J. GRANT (2007), "Financial tunneling and the revenge of the insider system", <http://ssrn.com/abstract=613945>.

KOPPENSTEINER (2004), § 291, en ZÖLLNER, *KölnKommAktG*, Colonia.

LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES y A. SCHLEIFER (1997), "Corporate ownership around the World", 54 *J. of Fin.*, pp. 471-517.

LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES, A. SCHLEIFER y R. W. VISHNY (1997), "Legal determinants of external finance", 52 *J. of Fin.*, pp. 1131-1150.

--- (1998), "Law and Finance", 106 *J. Pol. Econ.*, pp. 1113 ss.

--- (2000), "Investor protection and corporate ownership", 58 *J. Fin. Econ.*, pp. 3 ss.

J-P LEGROS (1991), "La nullité des décisions de sociétés", *Rev. Societes*, pp. 297 ss.

A. N. LICHT (2001), "The mother of all path-dependencies towards a cross-country theory of corporate governance systems", 26 *Del. J. of Corp. L.*, pp. 147-205.

M. LIPTON y S. A. ROSENBLUM (1991), "A new system of corporate governance: the quinquenal election of directors", 58 *U. Chi. L. Rev.*, pp. 187-253

Y. LISTORKIN (2007), "Management always wins the close ones", <http://ssrn.com/abstract=980695>.

--- (2008), "Does shareholder voting maximize stock market value?", <http://ssrn.com/abstract=1112671>.

LUTTER (1985), "Organzuständigkeiten im Konzern", *F. S. Stimpel*, Berlín-Nueva York, pp. 825 ss.

V. J. R. MACEY (2006), "The politization of american corporate governance" 1 *Val. L. & Bus. Rev.*, pp. 24-36.

R. MATEU DE ROS (1999), "Escisión, segregación patrimonial y aportación de activos", 12 *RdS*, pp. 279 ss.

E. MAUG (1998), "Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control", 53 *J. Fin.*, pp. 65-98.

MARTENS (1983), "Die Entscheidungsautonomie des Vorstands und die "Basisdemokratie" in der Aktiengesellschaft", *ZHR*, pp. 377 ss.

M. T. MARTÍNEZ MARTÍNEZ (1999), *El derecho de información del accionista en la sociedad anónima*, Madrid.

--- (2005), "Derecho de información del accionista e instrumentos y obligaciones de información de la sociedad", en F. RODRÍGUEZ ARTIGAS ET AL. (dir.), *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, I, Madrid, pp. 329-374.

R. D. MCKELVEY (1976), "Intransitivities in multidimensional voting models and some implications for agenda control", 12 *J. Econ. Theory*, pp. 472 ss.

R. MORCK y B. YEUNG (2005), "Dividend taxation and Corporate Governance", 19 *J. of Econ. Perspectives*, pp. 163-180.

R. MORCK, D. WOLFENSON, y B. YEUNG (2005), "Corporate Governance, economic entrenchment, and growth", *J. Econ. Lit.*, pp. 655-720

A. G. MORGAN y A. B. POULSEN (2001), "Linking pay to performance: compensation proposals in the S&P 500", 62 *Journal of Financial Economics*, pp. 489-523.

MUÑOZ PAREDES (2005), *Nuevas tecnologías en el funcionamiento de las juntas generales y de los consejos de administración*, Madrid.

T. NENOVA (2003), "The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis", 68 *J. Fin. Econ.*, pp. 325-351.

U. NOACK (2001), "Stimmrechtsvertretung in der Hauptversammlung nach NaStraG", *ZIP*, pp. 57-63.

A. R. PALMITER (2002), "Mutual fund voting of portfolio shares: Why not disclose?", 23 *Cardozo Law Review*.

R. PARRINO, R. SIAS, y L. STARKS (2003), "Voting with their feet: institutional ownership changes around CEO turnovers", 68 *J. Fin. Econ.*, pp. 3-46.

C. PAZ-ARES (1997), "¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de sociedades?", en C. PAZ-ARES (coord.), *Tratado de la sociedad limitada*, Madrid, pp. 159 ss.

--- (2003a), "La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo", *InDret* 4/2003 ([www.indret.com](http://www.indret.com)).

--- (2003b), "Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el derecho español", 91 *RDBB*, pp. 7 ss.

C. PAZ-ARES (2004), "El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor", *RDM*, pp. 7 ss.

--- (2006), en URÍA y MENÉNDEZ, *Curso de de derecho mercantil*, II., Madrid, pp. 1482-1484.

K. PISTOR ET AL. (2002), "The evolution of comparative law: a cross-country comparison", 23 *U. Pa. J. Int. Econ. L.*

K. PISTOR, M. RAISER y S. GELFER (2000), "Law and finance in transitions economies", 8 *The economics of transition*, p. 325 ss.

J. POUND (1988), "Proxy contest and the efficiency of shareholders oversight", 20 *J. Fin. Econ.*, pp. 237 ss.

R. C. POZEN (1994), "Institutional investors: the reluctant activists", *Harv. Bus Rev*, p. 140 ss.

R. RAJAN y L. ZINGALES (1998), "Financial dependence and growth", 88 *Am. Econ. Rev.*, pp. 559-586.

A. RECALDE (2002), "Organización y buen gobierno de las sociedades anónimas cotizadas", 210 *Noticias de la Unión Europea*, pp. 92 ss

--- (2007), "Incidencia de las tecnologías de la información y comunicación en el desarrollo de las juntas generales de las sociedades anónimas españolas", *InDret 3/2007* ([www.indret.com](http://www.indret.com)).

F. RODRÍGUEZ ARTIGAS (2004), en F. RODRÍGUEZ ARTIGAS ET AL. (dir.), *Derecho de las sociedades anónimas cotizadas*, I., Madrid, pp. 292 ss.

---(2006), "Comentarios a las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno (publicado por la CNMV el 19 de mayo de 2006). Junta general y derechos del accionista (Recomendaciones 1, 3, 4, 5 y 6)", 27 *RdS*.

M. J. ROE (1994), *Strong managers, weak owners: the political roots of American corporate finance*, Princeton.

--- (2003), *Political determinants of corporate governance*, Oxford.

A. ROJO (1992), "La sociedad anónima como problema", en *¿Sociedad anónima o sociedad de responsabilidad limitada?*, Madrid.

R. ROMANO (1993), "Public pension fund activism in corporate governance reconsidered", 93 *Col. L. Rev.*, pp. 795-853.

A. RONCERO (1996), *La representación del accionista en la junta general de la sociedad anónima*, Madrid.

--- (2004), "La captación del voto a través de la solicitud pública de representación: transparencia, igualdad de oportunidades y conflictos de interés", en F. RODRÍGUEZ ARTIGAS ET AL. (dir.), *Derecho de las sociedades anónimas cotizadas*, I., Madrid, pp. 399 ss.

G. ROSSI (1981), "Le società e la borsa: le nuove frontiere", *Riv. Soc.*, pp. 1 ss.

P. J. RUBIO VICENTE (1995), "¿Cabe la extensión de la del régimen jurídico de la escisión a los supuestos de segregación patrimonial de sociedad por aportación?", 5 *RdS*, pp. 235 ss.

P. J. RUBIO VICENTE (2003), "Una aproximación al abuso de la mayoría en la sociedad anónima", *RdS*, pp. 81 ss.

--- (2003), "Una aproximación al abuso de la mayoría en la sociedad anónima", *RdS*, pp. 81 ss.

- J. C. SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU (1991), *Objeto social en la sociedad anónima*, Madrid.
- F. SÁNCHEZ CALERO (2007), *La junta general en las sociedades de capital*, Madrid.
- A. SÁNCHEZ ANDRÉS (1992), "La acción y los derechos del accionista", en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dir.), *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles*, IV, Madrid.
- M. SÁNCHEZ RUIZ (2000), *Conflictos de intereses entre socios en sociedades de capital (Artículo 52 de la Ley 2/1995, de 23 de marzo)*, Elcano.
- SARIN, SHASTRI y SHASTRI (2000), "Ownership structure and stock market liquidity", working paper, University of Pittsburg.
- A. SCHLEIFER y R. VISHNY (1986), "Large shareholders and corporate control", 94 *Journal of political economy*, (1986), pp. 461-488.
- (1997), "A survey of corporate governance", 52 *Journal of Finance*, pp. 737-783.
- K. SCHMIDT (2002), *Gesellschaftsrecht*, Colonia.
- U. SEIBERT (2004), "Die Stimmrechtsausübung in deutschen Aktiengesellschaften –ein Bericht an den Deutschen Bundestag", 10 AG, pp. 529 ss.
- D. G. SMITH (1998), "The shareholder primacy norm", 23 *J. Corp. L.*
- J. SOLER (2004), *Las OPAS de voto en la sociedad anónima cotizada*, Madrid.
- L. E. STRINE (2006), "Toward a true corporate republic: a traditionalist response to Bebchuk 's solution for improving corporate America", 119 *Harv. L. Rev.*, pp. 1759 ss.
- G. SUBRAMANIAN (2005), "Fixing freezeouts", 115 *Yale L. J.*
- R. B. THOMSON (1993), "The shareholder's cause of action for oppression", 48 *Bus Law*.
- J. TIROLE (2006), *The theory of corporate finance*, Princeton y Oxford
- R. URÍA, A. MENÉNDEZ, J. M. MUÑOZ PLANAS (1992), "La junta general de accionistas", en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Madrid.
- C. VAN DER ELST (2008), "Shareholders mobility in five european countries", disponible en ECGI, working paper n°. 104/2008.
- J. C. VÁZQUEZ CUETO (2003), "Reflexiones críticas sobre la reforma del derecho de información del accionista introducida por la ley 26/2003 de 17 de julio", *DN*, pp. 1-30.