

¿Por qué prohibir las restricciones del derecho de voto?

M^a Isabel Sáez Lacave

Facultad de Derecho
Universidad Autónoma de Madrid

*Abstract**

El derecho y la práctica societaria están viviendo en España una importante convulsión con motivo de la inesperada –o, cuanto menos, no anunciada– modificación del art. 105.2 de la Ley de sociedades anónimas (LSA), que se encamina a eliminar los límites estatutarios al ejercicio de derechos de voto en las sociedades cotizadas. El propósito de este trabajo es el de aportar alguna luz sobre la oportunidad de prohibir los blindajes societarios de limitación de votos, cuestión que ha irrumpido de lleno en la actualidad de la vida empresarial.

The law and corporate practice are living in Spain a major upheaval because of the unexpected-or, at least, unannounced, amendment of art. 105.2 of the Corporations Act (LSA), which aims to eliminate the statutory limits on the exercise of voting rights in listed companies. The purpose of this paper is to shed some light on the desirability of banning corporate shields to limit voting rights, an issue that has fully entered into the corporate life today.

Title: Why ban limits on voting rights?

Keywords: Voting rights, listed companies, anti-takeover defences.

Palabras clave: Limitaciones al derecho de voto, sociedades cotizadas, blindajes estatutarios.

Sumario

1. Planteamiento

1.1. ¿Para qué sirven las limitaciones de voto y a quiénes benefician?

1.2. Los blindajes de voto como second best

2. El programa anti-expropiación del ordenamiento

2.1. La protección de las rentas de los socios externos

2.2. Los controles internos: el diseño del gobierno corporativo y los conflictos mayoría-minoría

a. El voto como mecanismo de defensa del socio

b. La heterogeneidad del consejo de administración

2.3. Los controles externos: la regulación de OPAs

2.4. Recapitulación

3. ¿Sirven los blindajes de voto para discriminar la eficiencia de los *insiders*?

3.1. El *second best*: discriminando entre expropiadores

3.2. La *first best*: la salvaguarda del *insider* eficiente frente al *insider* ineficiente

4. Conclusiones

5. Tabla de sentencias

6. Bibliografía

* Este trabajo se realiza en el marco del proyecto de investigación "Derecho mercantil y análisis económico del Derecho V" (DER 2008-04779/JURI), dirigido por el Profesor Paz-Ares.

1. Planteamiento

El derecho y la práctica societaria están viviendo en España una importante convulsión con motivo de la inesperada –o, cuanto menos, no anunciada– modificación del art. 105.2 de la Ley de sociedades anónimas (LSA), que en el momento de escribir estas páginas se halla en tramitación en el Senado, y que se encamina a eliminar los límites estatutarios al ejercicio de derechos de voto en las sociedades cotizadas. El propósito de este trabajo es el de aportar alguna luz sobre la oportunidad de prohibir los blindajes societarios de limitación de votos, cuestión que ha irrumpido de lleno en la actualidad de la vida empresarial.

Los antecedentes que han propiciado la presentación y aprobación de una enmienda parlamentaria¹ a un proyecto de ley en tramitación de modificación de distintas normas mercantiles² vienen dados por la lucha por el control en algunas sociedades cotizadas españolas, con denominaciones sociales bien conocidas por todos. Las intrahistorias particulares de tales conflictos, y el mercadeo político asociado a los mismos ya han sido aireados por la prensa, y no solo por la especializada. En sustancia, hay dos importantes empresas españolas, Iberdrola y Repsol YPF, que viven un enfrentamiento entre accionistas de no muy distinta naturaleza. En ambos casos, se trata de sociedades cotizadas, con la mayoría de su capital diluido entre pequeños accionistas, pero con un núcleo de accionistas significativos –todos con participaciones inferiores al 10%-. Sucede que en este equilibrio de poderes ha entrado un nuevo jugador –curiosamente, en los dos casos, procedente del ahora maltrecho sector inmobiliario-, apostando fuerte, con una inversión superior a la de cualquier otro socio. Sin embargo, el bloque de control evita que su mayor participación se traduzca en mayor influencia en los asuntos sociales, sustancialmente a través de una cláusula estatutaria que limita el voto a no más del 10%. La conexión entre estas vicisitudes empresariales y la enmienda presentada por el grupo parlamentario socialista, dirigida a

¹ Enmienda nº 105, del Grupo Parlamentario Socialista, que reza de la siguiente forma:

A la Disposición Final Quinta. De adición: Se propone añadir un nuevo apartado tres en la Disposición Final Quinta del Proyecto, que ya modifica los artículos 207 y 209 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

Contenido: modificación del apartado 2 del artículo 105 del TR de la LSA:

«2. En ningún caso podrán los estatutos sociales limitar el número máximo de votos que pueda emitir un mismo accionista o sociedades pertenecientes a un mismo grupo, siendo nulas de pleno derecho las cláusulas estatutarias en que, directa o indirectamente, se establezca dicha limitación.».

La enmienda transaccional a la enmienda 105, de los Grupos Parlamentarios Socialista y Catalán (CIU), fue finalmente aprobada por 19 votos a favor, 2 en contra y 16 abstenciones.

² Proyecto de Ley por el que se modifica la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, la Ley 24/1988, de 28 de julio, de Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, para su adaptación a la normativa comunitaria (10 de noviembre de 2009), B. O. C. G., Congreso, Serie A, Núm. 46-1, de 13.11.2009.

modificar el art. 105. 2 LSA, con el objeto de hacer nulas las cláusulas estatutarias que establezcan limitaciones al derecho de voto de los accionistas³ resulta evidente para todos.

No está de más subrayar que el análisis que me propongo realizar es puramente académico y trata de evaluar la eficiencia de los blindajes de voto para las sociedades cotizadas en el contexto específico de nuestro sistema jurídico y empresarial, por encima de los intereses particulares de unos y otros, directos o potenciales, y de las situaciones específicas de las sociedades en que más agudamente se suscitan en estos momentos las consecuencias reales de tales medidas. El objetivo es, pues, indagar si permitir los blindajes de voto es o no productivo para el gobierno corporativo de nuestras sociedades y la creación de valor de las empresas.

La materia no es nueva en ámbitos académicos, y las aportaciones de los juristas que en su momento se enfrentaron a estas cuestiones siguen en buena medida vigentes⁴. Sin embargo, renovar las reflexiones es, con todo, conveniente, a mi parecer. Por dos razones. La primera es el debate intenso que se ha desarrollado en el ámbito europeo, compartido entre juristas y economistas, sobre el principio de proporcionalidad. Es verdad que la Comisión ha dado marcha atrás en su intento de implantar la regla *one share-one vote* en el espacio europeo, a la vista de que los resultados de los estudios empíricos y teóricos no eran concluyentes⁵. Pero no por ello podemos dejar de apreciar que la actividad de *lobbying* desatada por los *insiders* en la esfera política ha jugado un papel capital en el ánimo de la Comisión⁶. Con todo, es importante subrayar que los estudios realizados más que bendecir los “*control-enhancing mechanisms*” -CEMs- como se denominan habitualmente a los mecanismos que rompen la proporcionalidad-, miden el impacto de su prohibición en relación con los mecanismos sustitutivos de la creación de pirámides societarias o de la

³ Con anterioridad me he lamentado [v. SÁEZ LACAVE, M^a I. (2008a), p. 461] de la baja calidad de la producción normativa en España, y esta situación nos presenta una nueva ocasión para hacerlo: la urgencia, la descoordinación y la improvisación parecen ser los motores de enmiendas sobre artículos aislados de leyes importantes, que se cuelan por sorpresa sin orden ni concierto en la primera ley lista para aprobarse en el Congreso. En este caso, en el último momento, CiU ha conseguido pactar con el Grupo Socialista que queden fuera de la modificación las empresas que no cotizan en bolsa. Las cuestiones importantes requieren de reflexión y de análisis experto, porque normalmente esconden más complejidad de la que se observa a simple vista. No parecemos darnos cuenta de que las malas regulaciones legales salen muy caras. A mi juicio, deberíamos revisar seriamente la manera de elaborar las normas, y en particular, las de Derecho Privado, pues suponen un *input* crucial a nuestra capacidad de producir riqueza a través del buen funcionamiento de nuestras empresas y mercados.

⁴ RECALDE, A. (1996), PAZ-ARES, C. (1996).

⁵ La comisión europea promovió estudios sobre la materia (a través de un consorcio compuesto por ISS, Sherman and Sterling, y ECGI). En el apartado teórico, el survey lo realizan BUKART, M. y LEE, S. (2008). En el apartado empírico, el survey corre a cargo de ADAMS, D. y FERREIRA, R. (2008), pp. 51 y ss. Lo que se dice es que todavía no se ha encontrado una respuesta categórica a la cuestión de si la desproporción, no sólo a través de limitaciones de voto, destruye valor de las sociedades.

⁶ BEBCHUK, L. y NEEMAN, Z. (2010), pp. 1089 y ss.

mayor concentración, claramente menos deseables⁷. Los riesgos y potenciales ineficiencias de los blindajes de voto quedan bien registrados, especialmente en relación con las medidas de *lock-in* o de cierre, en cuya categoría se incluyen los blindajes estatutarios de voto, sin duda los que más críticas conciertan⁸.

La segunda razón que hace pertinente la reflexión es que a mi juicio resulta crucial contextualizar la oportunidad de los blindajes en el estándar de gobierno corporativo que comparten las empresas españolas. No parece sensato evaluar esta regla -ninguna, en realidad- de forma aislada, al margen del entorno institucional y económico en el que se va a desenvolver, y en este sentido, los mecanismos de gobierno de las sociedades en España se han ido acoplando a un entorno más exigente, más por obligación que por devoción, pero cuyo sistema de pesos y contrapesos está todavía lejos de haber alcanzado un equilibrio “virtuoso”.

1.1. ¿Para qué sirven las limitaciones de voto y a quiénes benefician?

La primera pregunta que nos debemos formular es relativa a la función que cumplen. Ya he indicado que no todos los blindajes estatutarios de voto operan ni de la misma manera, ni en las mismas circunstancias. Típicamente, las sociedades interesadas en establecer un techo máximo de votos por accionista son aquellas con un accionariado razonablemente disperso y cuyo control está en manos de un bloque de accionistas minoritarios, ninguno de los cuales sobrepasa con su *stake* el límite establecido de votos. *El objetivo, por consiguiente, es preservar el equilibrio de poderes en el control de la sociedad, y evitar que la entrada de un socio con mayor participación les arrebatase el control*⁹. En términos generales, podemos extraer dos notas características. La primera nos advierte que estas sociedades tienen la particularidad de que los socios significativos constituyen un bloque lo suficientemente influyente para no tener que entregar el control *de facto* a los gestores, a los *managers*, aún cuando ninguno de los socios individualmente considerado tenga la capacidad para controlar la sociedad por sí mismo. Con todo, los costes de agencia suelen ser más altos que en otras estructuras de gobierno con propiedad concentrada, porque al tener fragmentado su poder, se rebaja la vigilancia del *management*¹⁰. La segunda nos dice que dada la

⁷ BEBCHUK, L. y HART, O. (2003), p. 202.

⁸ De todas las medidas que rompen la proporcionalidad, los *voting caps* son particularmente criticados, BUKART, M. y LEE, S. (2008), pp. 36 y ss. Y, de hecho, que hayan sido prohibidos en algunos países como Alemania o Italia, no refleja un “anacronismo”, ni una peligrosa desviación respecto de la posición comunitaria, sino, a mi juicio, una clara apuesta -fallida o no, eso es otra cosa- para atraer inversores extranjeros hacia sus mercados. Sin embargo, GUERRA MARTÍN, G. (2010), sustenta sus críticas a la enmienda en este tipo de argumentos.

⁹ La idea de que las restricciones de voto sirven a la coalición en el control es clara, y está bien identificada por la literatura alemana, v. ADAMS (1990), pp. 72 y ss; MICHALSKI, (1997), pp. 152, 159.

¹⁰ BUKART, M. y LEE, S., (2008), p. 36.

dispersión de la sociedad, uno o varios socios pueden ejercer el control sin necesidad de contar con la mayoría del capital, aún por debajo del umbral de lanzamiento de una OPA.

La segunda pregunta que se plantea es a quién beneficia el blindaje. No hay duda de que beneficia a los actuales *insiders*, porque los pertrecha en el control. Esto significa dos cosas. Por un lado, aislamiento: los *insiders* tienen bloqueado el poder de decisión de la sociedad de los mecanismos de control internos y externos (internamente, gobiernan la junta y el consejo, y externamente, quedan al margen de la supervisión del mercado de control societario). Por el otro, patrimonialización del control: salvo la posibilidad – probablemente remota, sobre todo en mercados como el español- de que un oferente lance una OPA a todos los accionistas, lo habitual es que el cambio de control se realice entre *controllors*, en el mercado exclusivo de los bloques de control, que retribuye a los socios internos salientes con una prima, -que no sólo mide el valor del control, sino también la tasa de beneficios privados del mismo: los socios valoran el control porque les permite disfrutar de beneficios privados-¹¹.

En los siguientes epígrafes revisaré el alcance de la falta de control interno y externo, que nos remite al diseño del gobierno corporativo y a la regulación de OPAs. Ahora corresponde llamar la atención sobre el *problema de la expropiación*, que es el que late con fuerza en el fondo del asunto. La expropiación, es decir la extracción de beneficios privados por parte de los *insiders* de forma asimétrica a su participación en la sociedad, es la base del conflicto que enfrenta en las sociedades a los socios internos con los externos¹². Esta situación se agrava cuando los socios internos controlan la sociedad sin haber invertido en una participación mayoritaria en la misma, porque no internalizan los costes de sus decisiones, sino que las externalizan sobre las espaldas de los externos. Estos *insiders* son los llamados *socios minoritarios de control*. Visto así, los instrumentos jurídicos que rompen la proporción entre inversión y poder de decisión, más allá de su efectividad como blindajes frente a OPAs hostiles, permiten que el control de la sociedad esté en manos de socios minoritarios, y se incrementa el riesgo y las consecuencias negativas de las conductas de “expropiación”. Y este peligro se agrava considerablemente en estas estructuras de gobierno, porque los incentivos para extraer beneficios privados son inversamente proporcionales a la inversión de los *insiders* en la sociedad¹³. Desde esta perspectiva, se desprende con facilidad que bloquear el acceso o la competencia por el

¹¹ Los bloques de control se atan a través de pactos parasociales que, lógicamente, sindicán el voto y bloquean las salidas. Pero los pactos se rompen oportunamente, otras veces las empresas tienen necesidad de desinvertir, de manera individual o conjuntamente. Sobre el valor de la prima de control de los *insiders* y la tasa de expropiación, que es mayor de lo que normalmente suponemos, incluso en países europeos v. DYCK, A. y ZINGALES, L. (2004), pp. 537 y ss.

¹² Los distintos costes de agencia que se crean en las sociedades de propiedad dispersa o concentrada han sido estudiados sobre todo por economistas, pero también por juristas, v. SCHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1997), pp. 737 y ss; WILSON, R. y GORDON, J. (2003), pp. 785 y ss; ENRIQUES, L. y VOLPIN, P. (2007), p. 117.

¹³ BEBCHUK, L., KRAAKMAN, R., y TRIANTIS, G. (2000), pp. 295 y ss.

control y dejarlo a expensas de los socios internos entraña –potencialmente– serios perjuicios para los socios externos.

Puestas así las cosas, la cuestión que se suscita a continuación es si estos blindajes en particular, además de atrincherar a los socios internos, podrían pactarse en interés de los socios externos. Nos preguntamos, en definitiva, si pueden cumplir una función eficiente o productiva, y a este respecto, se esgrimen fundamentalmente tres argumentos.

- a. El primero es la justificación clásica de los mecanismos anti-OPA, que sostiene que operarían como mecanismos de negociación. El planteamiento sería más o menos como sigue. Las medidas anti-opa, *ex ante*, reducen las probabilidades de que se lance una OPA, pero *ex post*, una vez hecha la oferta, aumenta el poder de negociación de los *managers* como agentes –se supone que fieles y alineados con sus intereses– de los accionistas. El resultado es que aunque haya un menor número de ofertas, al incrementar el poder de negociación, se elevará el precio final, colocando a los accionistas en mejor posición de la que tendrían en ausencia de los blindajes¹⁴. Como se puede apreciar, el argumento se sostiene sin fisuras en ausencia de costes de agencia, pero la situación cambia radicalmente si el conflicto de agencia es alto, porque entonces los *managers*-agentes no van a tener incentivos para negociar en interés de los socios. Y aquí reside el reproche que suscita esta línea de pensamiento y es que, en presencia de costes de agencia, el blindaje servirá para reforzar la posición de los administradores en perjuicio de los accionistas, que deberán encarar el descuento del valor de la prima de control esperado ocasionado por la menor probabilidad de recibir una OPA, y el agravamiento de la indisciplina de los *managers*¹⁵.

Esta desconfianza hacia los administradores se percibe en los estudios empíricos: los datos señalan que en los Estados Unidos, los accionistas externos votan mayoritariamente en contra de las modificaciones estatutarias que albergan medidas anti-OPA, porque las consideran contrarias a sus intereses¹⁶.

En cualquier caso, aún siendo ésta la justificación más compartida en los entornos de capital disperso a favor de las defensas anti-OPA, es necesario subrayar que el argumento pierde fuerza en otros entornos de mayor concentración. En efecto, en la medida en que (i) existan socios de control –quienes lógicamente querrán vender al

¹⁴ Esta es la teoría que apoya las medidas anti-opa como mecanismos que aumentan el poder de negociación, v. por todos, GORDON, M. (2002), pp. 824-825.

¹⁵ BEBCHUK, L. (2002), pp. 973 y ss. Existe literatura empírica bien contrastada que soporta esta línea argumental. Uno de los estudios más reputados a este respecto es GOMPERS, P. *et al.*, (2003), p. 107 y ss., que asocia las defensas anti-opa a retornos más bajos.

¹⁶ KLAUSNER, M. (2003), pp. 758-759. De hecho, los estudios más recientes indican que con el fin de evitar el voto contrario de los socios, los administradores suelen ligar medidas anti-opa con otras que esperan que cuenten con el favor de los accionistas, BEBCHUK, L. y KAMAR, E. (2010).

mejor precio posible si calculan que pueden perder el control-; (ii) opere el sistema de OPA obligatoria –que obliga a compartir la prima con todos socios-; (iii) se prevea la posibilidad de OPAs competidoras –la entrada de posibles competidoras en la puja, incluso invitadas por los socios de control, hace subir el precio-, no parece que haya buenas razones para reforzar el poder de negociación a favor de los socios externos. Con otras palabras, la mera existencia de socios minoritarios de control refuerza el poder de negociación de la sociedad frente a un hipotético oferente, haciendo los blindajes innecesarios a tal fin.

- b. El segundo argumento justifica los blindajes como un voto de confianza a los administradores actuales y al proyecto empresarial que se proponen acometer. Desde esta óptica, los blindajes tratarían de proteger las fuertes inversiones específicas que se realizan en proyectos de larga duración aportando estabilidad al control¹⁷. El objetivo es evitar que aparezca un *raider* que expolie los resultados de los éxitos de la empresa. No es dudoso que la protección *ex post* de las inversiones, incentiva la realización de las inversiones *ex ante*, y en este sentido, los blindajes cumplirían una función productiva. Desde esta óptica, si no se articulan fórmulas eficaces de aseguramiento frente a ese riesgo de expolio, las alternativas son poco halagüeñas: o se recluirán en la fortaleza inexpugnable de la propiedad mayoritaria –lo que dificulta la tan demandada dispersión del capital-, o simplemente se renunciará al proyecto. Con todo, soy de la opinión que este tipo de compromisos de todos los involucrados en el proyecto se deberían confiar a otros mecanismos de blindaje más propicios que las fórmulas de cierre o de *lock-in*, entre las que se encuentran las restricciones del voto, y siempre que la decisión la tomen los socios externos. Sobre estas cuestiones volveremos más tarde, v. *infra* III.
- c. El tercer argumento engarza en parte con el anterior, aunque es más amplio. Vendría a decir que los blindajes de voto cumplen una función anti-expropiatoria: evitarían las transmisiones de control improductivas a manos de un expropiador. Desde esta óptica, cerrarían la entrada a quien pretenda hacerse con el control por las razones equivocadas, a saber, el ánimo de exprimir la sociedad a expensas del resto de los accionistas, en vez del empeño de hacer la sociedad más productiva para todos. Nótese que este riesgo quedaría desarmado en los supuestos de OPA, porque la obligación de extender la oferta a todos los accionistas, descartaría a los expropiadores: sale muy cara la compra de la sociedad si solo se quiere para hacerse con el botín. Con todo, el problema es que con frecuencia se puede acceder de hecho al control sin necesidad de lanzar una OPA: basta con adquirir en el mercado una participación superior al *stake* del bloque de control, si con ello no se rebasa el umbral del 30%. Este es justamente el escenario en el que las limitaciones de voto son efectivas: evitan que un socio mayoritario tenga el poder de decisión que corresponde con su inversión y desplace al bloque minoritario del control. Serían entonces eficientes si su finalidad es proteger a los socios externos –o, si se

¹⁷ BLAIR, M. M. y STOUT, L. A. (1999), pp. 247, 305. Los autores sostienen que las medidas anti-opa incentivan en general las inversiones de capital humano.

prefiere, a los socios minoritarios- de la entrada de un socio mayoritario que sea un expropiador.

1.2. Los blindajes de voto como *second best*

A la vista de los argumentos anteriores, en términos generales, podemos concluir que las limitaciones del derecho de voto presentan un riesgo elevado de ser costosas para las sociedades y reducir el valor de las acciones de los socios externos. *La única función productiva en interés de los socios minoritarios que podrían desarrollar es la de bloquear una posible entrada de expropiadores que pudieran hacerse con el control a través de participaciones importantes, pero no suficientes para desencadenar una OPA.* Así, si en un cierto sistema, la tasa de beneficios privados es alta, y la protección que el ordenamiento proporciona a los socios externos es baja, los blindajes funcionarían como un eficaz mecanismo anti-expropiación, resguardando las inversiones que los socios externos han realizado en la sociedad de la ambición ajena. Entiendo que esta es la justificación que se le pretende dar a estos blindajes cuando se invoca que protegen a los socios minoritarios¹⁸. En tal caso, las restricciones del derecho de voto seguirían siendo ineficientes (no se alcanzaría el *first best* de bajos beneficios privados y gran protección de los accionistas dispersos), pero como crearía aún más ineficiencias no tenerlas, nos permitirían alcanzar un *second best*. Esta es la cuestión que debemos indagar a continuación. La posibilidad de que otros mecanismos distintos a las limitaciones del voto permitan alcanzar el *first best*, es una cuestión de política legislativa, que se analizará en el apartado final.

2. El programa anti-expropiación del ordenamiento

2.1. La protección de las rentas de los socios externos

Según el plan que nos hemos marcado, corresponde analizar a continuación si el ordenamiento cuenta con una estrategia anti-expropiación eficaz que haga innecesarias las restricciones de voto a tal fin. Si éste fuera el caso, podríamos resolver que los blindajes deberían eliminarse porque, en términos generales, serían improductivos: la competencia por el control sería bienvenida porque disciplinaría a los *controllers* y seleccionaría a los mejores de entre ellos. Si, por el contrario el análisis arrojara la conclusión de que la protección de los socios externos es deficitaria, y que hay un riesgo serio de expropiación en los cambios de control, entonces los blindajes serían un mal menor que podría evitar un mal mayor.

En este análisis lo primero que debe advertirse es que históricamente la función que se atribuía a las restricciones de voto es la de promover una supuesta democracia entre los socios y evitar el abuso de los socios con mayor participación. Se partía del convencimiento, muy compartido en todas las jurisdicciones, de que el buen

¹⁸ GUERRA MARTÍN, G. (2010); MATEU, R. (2010).

funcionamiento de la sociedad se aseguraba nivelando el peso de los socios en las decisiones sociales. Lo que sucede es que este principio democrático va cediendo terreno frente a un principio plutocrático –el peso de los socios en las decisiones sociales está en función de su participación en la sociedad–, pero mientras en los Estados Unidos la regla una acción-un voto se impone con toda crudeza en beneficio de los inversores más poderosos, en el viejo continente se hacen equilibrios para reconocer el poder de decisión a los socios mayoritarios –de otra forma no invertirían en las sociedades–, pero con constricciones para conjurar los riesgos del poder absoluto¹⁹.

Desde esta óptica, es innegable que su función original fue la de prevenir abusos de poder de los grandes accionistas, en la convicción de que la concentración del poder de decisión es un sistema de gobierno social indeseable. Pero hoy en día la validez de esta justificación es débil, toda vez que la presencia de socios mayoritarios en el control de las sociedades está muy difundida y perfectamente admitida en los ordenamientos. Lo cual no significa que se hayan obviado los serios conflictos mayoría-minoría que originan este tipo de estructuras de capital, y que era la preocupación que latía detrás de las reglas sobre restricción de voto. Simplemente, se ha perfeccionado la tecnología jurídica. En los ordenamientos modernos, *la vía de combatir los abusos de los socios de control no es limitando su peso en las decisiones sociales, sino que se han desarrollado otros instrumentos que alcanzan este objetivo de manera más eficaz y menos costosa, cuyo principal exponente es el deber –o los deberes– de fidelidad*²⁰. Por lo tanto, desde una perspectiva de política legislativa, la buena dirección para evitar el abuso vendría dada por una reforma del sistema jurídico de protección de los intereses de los socios externos y una mejora de su aplicación efectiva o *enforcement*.

La normativa que contiene la estrategia anti-expropiación en los ordenamientos se nutre típicamente de tres piezas esenciales: la regulación de los deberes de lealtad de los *insiders* –sean administradores o socios–, y su aplicación, las directrices de gobierno corporativo, y la regulación sobre cambios de control. El objetivo de esta normativa es proteger las rentas de los socios externos frente a conductas indeseables: se trata de que los inversores confíen en que sus inversiones están en buenas manos y no se les va a defraudar. La necesidad de que sea el ordenamiento el que garantice de manera eficaz la protección de las rentas de los socios externos es tanto más acuciante cuanto más carezcan de otros mecanismos

¹⁹ Estas cuestiones están bien tratadas por DUNLAVY, C. A. (1998), , pp. 5 y ss. La tesis que defiende es muy sugerente y apunta que la implantación del sistema plutocrático en Estados Unidos, presionado por las grandes dimensiones de su mercado interno y por la puesta en marcha de importantes proyectos empresariales, como los ferrocarriles, está en el origen de la ola de fusiones y de concentraciones que se llevaron a cabo con el cambio del siglo. En cambio, en Europa, con mercados más fraccionados y con empresas de menor tamaño, pervivió el espíritu del principio democrático –que en el fondo daba el poder a los medianos, restringiendo el voto a los accionistas más pequeños y más grandes, originándose una mayor cartelización. En relación con nuestro derecho, v. RECALDE, A. (1996), pp. 32 y ss, *en especial*, p. 35.

²⁰ Esta cuestión no es dudosa en la doctrina Americana [v. por todos, BAINBRIDGE, S. (2002), pp. 335 y ss.], ni en la alemana [H. HENZE y R. L. NOTZ, en K. J. HOPT y H. WIEDEMANN (ed.), *Aktiengesetz Grosskommentar*, 4^a ed., § 53a, Rdn. 11, pp. 99-100]. Entre nosotros se hace eco de este razonamiento, citando a la doctrina alemana, RECALDE, A. (1996), pp. 70 y ss.

contractuales eficaces que les permitan dominar su inversión. En buena medida, el desarrollo de los mercados de capitales se basa en que ese compromiso sea creíble²¹. Pues bien, no es de extrañar que el núcleo duro normativo para combatir la extracción de beneficios privados del control se encomienda en todos los ordenamientos a los deberes de lealtad y a la regulación específica relativa a las operaciones potencialmente peligrosas²². La teoría que sustenta esta normativa es fácil de comprender: viene a decir que si el ordenamiento obstaculiza la extracción de beneficios privados por parte de los *insiders* –que la experiencia nos atestigua que se realizan en su mayor parte a través de operaciones vinculadas- y les somete a un escrutinio eficaz de sus actuaciones conforme a sus deberes de conducta, se cortocircuitan los incentivos a la expropiación. Y si no hay oportunidades de expropiación, los expropiadores no vendrán. De hecho, esta es la única garantía con la que contamos de que los actuales *insiders* controlen la sociedad en interés de todos los socios, y no sólo en el suyo propio.

Puestas así las cosas, el diagnóstico sobre el núcleo anti-expropiación de nuestro derecho es, por desgracia, poco alentador. Los deberes de lealtad emanan de la buena fe, y son estándares de conducta exigibles, cuya concreción es tarea de los tribunales. Es cierto que hay operaciones potencialmente expropiatorias en las que las conductas desleales están razonablemente bien identificadas –como es el caso de las modificaciones estructurales, o los aumentos de capital abusivos-, y que el legislador a su vez se ha encargado de tipificar. Pero en el extenso terreno de las operaciones vinculadas habita la indisciplina, y eso se acaba pagando. Contribuye a esta situación el hecho de que los deberes de lealtad de los socios de control –que son quienes están detrás de estas operaciones y a quienes se les debería pedir cuenta por ello- no están bien cimentados entre nosotros, y los tribunales no los han venido desarrollando de manera decidida. La realidad es que los socios se enfrentan a una probabilidad muy baja de ser demandados por enriquecerse en perjuicio de los socios minoritarios, y aunque así fuera, los jueces tendrían muchas dificultades para hacerlos responsables²³.

En definitiva, lo que viene a decir este diagnóstico es que la aplicación judicial *ex post* de los deberes de lealtad de los socios de control es defectuosa y no previene –como debiera- las conductas desleales, es decir, contrarias al interés social. Para mitigar esta deficiencia, la posible alternativa es articular cautelas y salvaguardas que eviten *ex ante* tales comportamientos. Esta es la vía del gobierno corporativo.

²¹ LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SCHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1997), p. 1131.

²² CONAC, P. H., ENRIQUES, L., y GELTER, M. (2007), pp. 491 y ss.

²³ Este diagnóstico es compartido con otras jurisdicciones europeas, y algunos autores lo analizan y adelantan explicaciones, ENRIQUES, L. (2002), pp. 765 y ss.; JOHNSON, S., LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. y SCHLEIFER, A. (2000), pp. 22 y ss.

2.2. Los controles internos: el diseño del gobierno corporativo y los conflictos mayoría-minoría

He advertido al principio que las cláusulas estatutarias sobre limitación del voto buscan limitar el poder de los socios mayoritarios. Tratan, por lo tanto, de ordenar la distribución del poder de decisión en la sociedad. Y ésta es justamente una de las claves para razonar el problema: entender cómo está distribuido el poder de decisión entre los accionistas. Si asumimos que no todos los accionistas son iguales –al tener distintas razones para invertir en la sociedad revelan también intereses diversos, al igual que el horizonte temporal, o su posición frente al riesgo-, las decisiones que finalmente van a imponerse las ganará quien tenga más poder en la sociedad, y esto a su vez va a depender del fino engranaje del gobierno corporativo: cómo se distribuyen los derechos de voto y cómo se ejerce el voto, cómo se estructura el consejo y quien nombra a los consejeros, y cómo se divide el poder de decisión entre el consejo y la junta.

Como se verá, los *insiders* tienen incentivos para tratar de acomodar el gobierno de la sociedad a sus intereses, que es justamente, retener la mayor cuota de poder en sus manos. Esta situación es la que se encuentra en la base de los conflictos entre socios internos y socios externos, típico de las organizaciones en las que no hay una completa separación entre propiedad y control. Justamente, las recomendaciones de gobierno corporativo tratan de constreñir los desequilibrios o desajustes en el gobierno de las sociedades, y por eso en los sistemas de propiedad concentrada, quienes están en el punto de mira son, justamente, los socios de control²⁴.

a. El voto como mecanismo de defensa del socio

La cuestión de cómo se distribuyen y cómo se ejercitan los votos es una de las claves fundamentales para descifrar el gobierno de la sociedad. La pregunta de fondo es cómo se forman las mayorías. Es evidente que en un sistema de gran dispersión del capital, la mayoría de los votos agrupa las preferencias de los accionistas externos. En cambio, si hay uno o varios socios de control –aunque estén en minoría-, lo más probable es que el resultado de las votaciones revele las preferencias de los socios internos. Por eso, cuestiones como la eficacia del sistema de representación o la influencia de los socios en la agenda de los asuntos que llegan a la junta son vitales para valorar el impacto del voto de los socios externos²⁵. Es claro que en un escenario de dispersión con socios minoritarios de control los votos de los socios externos pueden resultar muy valiosos e, incluso, decisivos. De ahí que sea capital para el buen funcionamiento de las sociedades bursátiles que los *accionistas cuenten con instrumentos que les faciliten decantar su voto en contra del interés de los*

²⁴ BEBCHUK, L. y HAMDANI, A. (2009), pp. 1266 y ss, *en particular*, pp. 1280 y ss.

²⁵ BEBCHUK, L. (2003), pp. 61-63 y BEBCHUK, L. (2005), pp. 833 y ss. Sobre el impacto del voto en función de la estructura de propiedad de la sociedad, v. SÁEZ LACAVE, M^a I. (2008b).

administradores, como pueden ser las asociaciones de accionistas, o mecanismos de delegación del voto más eficientes y sofisticados (nótese que el régimen tradicional de representación de los accionistas de los ordenamientos de Europa continental ha servido para perpetuar al grupo de control, toda vez que en nuestras sociedades bursátiles lo normal es que el presidente –que a la sazón suele serlo a la vez de la junta y del consejo– acumule el grueso de los votos delegados de los accionistas). Esta es una cuestión prioritaria para conocer el interés de los socios externos, porque al ser los administradores quienes ofician la liturgia de las juntas –gestionan la convocatoria y celebración–, gozan de un amplio poder de maniobra a su favor. Con todo, es preciso constatar que en los sistemas de capital concentrado, la única manera de saber a ciencia cierta cuál es la voluntad de los socios externos –claramente, en relación con decisiones sociales que les pueden perjudicar– es a través de votaciones en las que los *insiders* no puedan dominar a través de la regla de la mayoría, y a tal fin habría que arbitrar reglas como las supermayorías, la abstención de los *insiders*, o la regla de la mayoría de la minoría²⁶.

En consecuencia, parece claro que este tipo de reglas son las que deberían regir la adopción de los blindajes estatutarios: blindar o no el control es una decisión que siempre va a ser en interés de los socios internos, pero potencialmente en contra del interés de los socios externos, razón por la cual la deben tomar los socios externos cuando los *controllers* son a su vez socios. Es la única garantía fidedigna de que la decisión social responde al interés social, es decir, al interés común de los socios, y no al interés de los socios de control.

Se suele argüir que las restricciones al derecho de voto benefician a los socios minoritarios, justamente porque al reducir la influencia de los socios mayoritarios, permite que se oiga más la voz de los socios externos. Este argumento no es del todo admisible²⁷. He señalado antes que los socios no comparten los mismos intereses: los socios externos no tienen incentivos para participar en las decisiones sociales, y además se enfrentan a un problema grave de acción colectiva, mientras que los *insiders* quieren mandar y son disciplinados. Las limitaciones del derecho de voto no tienen el propósito –ni lo hacen efectivamente– de hacer más influyentes a los socios externos en la sociedad, sino el de hacer menos influyentes a otros futuros socios mayoritarios –que pretendan disputar el control a los actuales *insiders*– en la sociedad.

Con el fin de ilustrar esta idea, el caso alemán resulta paradigmático. Las limitaciones al derecho de voto han puesto a prueba la calidad del gobierno corporativo en las sociedades alemanas en el pasado, hasta el punto de que han obligado al legislador a reformar el modo de actuación anterior. Los elementos específicos que entraban en juego eran los blindajes, unido a otro factor, la presencia de los bancos en los consejos de las sociedades cotizadas. Esta circunstancia llevó a que los bancos jugaran un papel decisivo en el resultado de las OPAs hostiles que se plantearon, un poder que no siempre utilizaron en

²⁶ Esta es, por cierto, la posición del Código Unificado de Buen Gobierno, en su primera recomendación.

²⁷ Con razón, RECALDE, A. (1996), p. 71.

interés de los accionistas externos. La influencia de los bancos no dependía de su participación en la sociedad, sino de su actuación como representantes de muchos socios externos. Tradicionalmente se había pensado que por esta razón se encontraban en una buena posición para vigilar y disciplinar a los *insiders*, desempeñando, en definitiva, una posición de garantes del buen gobierno corporativo. Lo que sucede es que las restricciones de voto –que se incluyeron en la mayoría de las sociedades por iniciativa de los bancos– les otorgaba una posición privilegiada, porque limitaba el número de votos a los socios de control, pero no los votos que los bancos podían ejercer como delegados de pequeños accionistas.

La experiencia demostró que las limitaciones de voto –que se aprobaron con el apoyo de los votos delegados a los bancos– jugaron un papel primordial en obstaculizar cambios de control²⁸. La prohibición de los blindajes estatutarios, la reforma del sistema de delegación del voto y la salida de los bancos del gobierno de las sociedades bursátiles ha sido la respuesta que el ordenamiento alemán ha dado para regenerar su gobierno corporativo.

b. La heterogeneidad del consejo de administración

Otra de las cuestiones claves sobre el gobierno de la sociedad y la distribución del poder de decisión tiene que ver con la formación del consejo de administración. A este respecto, las reglas de gobierno corporativo más significativas para los entornos de alta concentración lo constituyen *el nombramiento de los consejeros independientes y las reglas de participación proporcional en el consejo*, pues son reglas encaminadas a limitar el oportunismo de los socios de control.

En efecto, uno de los aspectos más decisivos en relación con la conformación del poder de decisión en los consejos de administración viene determinada por el sistema de elección de los consejeros. La regla en Derecho español (art. 123 LSA) establece que el nombramiento de los consejeros es una de las facultades de la junta general, con la salvedad del procedimiento de cooptación, de carácter excepcional para la provisión de vacantes. Pero a nadie se le oculta que en las sociedades con socios internos de control –aún en minoría–, éstos dominan la junta y, por esta vía, el consejo. Y una vez nombrado un consejo afín, el sistema de cooptación se encarga de perpetuar la estructura de control en manos de los *insiders*. Por ello, los mecanismos de gobierno corporativo previstos para conjurar el abuso del poder de decisión de los socios internos buscan dar cabida en el consejo a consejeros que no sigan los dictados de los socios de control. El objetivo perseguido es justamente disciplinar *ex ante* el poder de decisión en el interés común, y no sólo en el interés del socio de control.

Esta reflexión está en buena medida en el origen de las recomendaciones de buen gobierno encaminadas a racionalizar la estructura y organización de los consejos de administración. En relación con la configuración de los consejos, la novedad más significativa es la entrada

²⁸ Un estudio detallado de las opas que se plantearon, FRANKS, J. y MAYER, C. (1998), pp. 1385 y ss.

de *consejeros independientes*, cuya función es reducir los conflictos de interés entre socios internos y socios externos en las decisiones del consejo²⁹. En efecto, aunque no se conocieran con ese nombre, tradicionalmente los consejos se nutrían exclusivamente de consejeros dominicales –consejeros que defienden los intereses de los socios de control- y de consejeros ejecutivos. Y de hecho, es razonable que este tipo de consejeros hayan venido integrando los consejos, porque justamente el interés de una participación mayoritaria es tener poder de decisión en la sociedad (en este sentido, los códigos de buen gobierno no innovan, simplemente certifican y ponen nombre a lo que se venía haciendo). La ventaja de este modelo de gobierno en el que los *insiders* son socios –que se decanta naturalmente de la estructura de propiedad concentrada³⁰- es que los costes de agencia son bajos, debido a la fuerte supervisión por parte de los socios internos a la que están sometidos los ejecutivos de la sociedad.

La contrapartida, como es sabido, es la indefensión de los intereses de los socios externos, coste que pretende ser contrarrestado en buena medida a través de la figura de los consejeros independientes³¹. Las jurisdicciones han confiado en la herramienta de los consejeros independientes –en ocasiones, casi de forma exclusiva- para reducir la expropiación y los intereses de los socios externos.

Puestas así las cosas se comprende sin dificultad que una de las claves para garantizar la eficacia de los consejeros independientes reside en su independencia efectiva, y ésta a su vez en quien los nombre. De hecho, en la medida en que en una jurisdicción no se haya creado todavía un *pool* amplio de candidatos sobre la base de su reputación (como independiente), es muy probable que los contactos o relaciones personales sean determinantes en la selección de los aspirantes. Desde esta óptica, si el nombramiento lo monopoliza el socio de control se corre un riesgo serio de que se desvirtúe el sistema, y además de manera perversa, vistiendo a consejeros dominicales con el manto de independientes. Es decir, sociedades con mal gobierno efectivo, estarían dando señales a los mercados de buen gobierno, lo cual acabaría creando la desconfianza de los inversores en nuestras empresas y su sistema de gobierno.

Por otro lado, permitir que los *socios minoritarios puedan elegir una parte de los consejeros* –incluso en contra de los deseos de los socios internos- es otra vía clásica para compensar el poder de los socios de control en el consejo y mejorar el buen gobierno de la sociedad, es

²⁹ BEBCHUK, L. y HAMDANI, A. (2009), pp. 1301-1302.

³⁰ No conviene confundir la estructura de propiedad con las recomendaciones de gobierno corporativo: la falta de separación entre propiedad y control proviene de la estructura de capital concentrado de nuestras empresas, no de que existan consejeros dominicales, que ya había antes, y que son los nombrados por los *insiders* (aunque, lógicamente, se les nombre en junta); sin embargo, GUERRA MARTÍN, G. (2010), p. 9.

³¹ Los estudios empíricos manifiestan la correlación entre independencia de los consejos y valor de la empresa. BLACK, S. *et al.* (2006), pp. 407-410.

decir, el gobierno en interés de todos los socios³². Es evidente que en sociedades de capital muy disperso, el equipo de gobierno puede ser sustituido en una batalla por el control si el contrincante cuenta con el apoyo de los socios externos. En cambio, en las sociedades de capital concentrado, los socios de control siempre van a tener el poder de nombrar el consejo, incluso estando en minoría, porque la regla de la mayoría les favorecerá frente a los socios externos que, aunque sean la mayoría, están dispersos y poco motivados e interesados, (además de carentes de la infraestructura necesaria para organizar una lista alternativa y reunir el voto fraccionado en su apoyo). Por eso en este tipo de estructuras en las que no hay separación efectiva entre propiedad y control, puede ser recomendable habilitar un sistema de distribución de los sillones del consejo entre los socios internos y los socios externos, con el propósito de garantizar que de esta manera se reduce el riesgo de oportunismo del socio de control. Esa es la idea que subyace a los sistemas de elección proporcional, como el del art. 137 LSA.

A mi juicio, el mayor inconveniente de este mecanismo, desde el punto de vista de su diseño, es que no cumple la tarea que –teóricamente– se le ha encomendado: no da voz en el consejo a los socios dispersos, sino a los socios significativos. Para que se defendieran los intereses –comunes– de los socios externos, se deberían articular mecanismos adicionales que facilitaran la acumulación de votos y la elección de representantes, instrumentos en definitiva eficaces para vencer los graves problemas de acción colectiva a los que se enfrentan los socios externos. Con todo, quizás sea más conveniente articular este sistema –aún de manera imperfecta– que renunciar al mismo. Las razones que avalan esta posición se entienden sin dificultad.

Es verdad que los socios significativos no buscan entrar en el consejo con el propósito de vigilar y limitar el oportunismo de los socios de control –como desearían los socios externos–, sino que más bien persiguen asignarse rentas privadas (*rent-seeking*). Pero esta pretensión compite con el interés de los socios internos porque *la entrada de los socios significativos en el control de la sociedad obliga a los socios internos a repartir los beneficios privados con los nuevos “insiders”*. Podríamos pensar que tal reparto en nada beneficia a los socios externos, cuyo interés reside justamente en limitar –no en distribuir entre unos pocos más o entre unos pocos menos– la extracción de los beneficios privados del control. Pero también cabe prever que el apetito de sustracción del socio de control se apacigüe si es observado de cerca, porque nadie quiere quedar en evidencia, ni que le tachen de expropiador. La previsión es que los que pueden cometer los abusos y los excesos tenderán a ser más comedidos si el control se ejerce de manera conjunta. En consecuencia, el sistema de elección proporcional constreñirá y dosificará el abuso del socio de control, con lo que en definitiva contribuye a mejorar el buen gobierno de la sociedad.

³² El *cumulative voting* es una práctica de buen gobierno, tanto en los entornos de capital disperso, como en los de capital concentrado [BEBCHUK, L. y HAMDANI, A. (2009), pp. 1300-1301]. Sobre los beneficios de esta práctica en el interés común, v. GORDON, J. N. (1994), pp. 124 y ss.; BLACK, B. y KRAAKMAN, R. (1996), pp. 1947-1949.

En este punto ya puedo adelantar el juicio de que los mecanismos diseñados en nuestro ordenamiento para limitar el abuso del poder de decisión del socio de control en el seno de los consejos de administración son muy débiles, y precisan de ulteriores correcciones: se debería fortalecer la independencia y el sistema de incentivos de los consejeros independientes y quizás repensar el sistema de representación proporcional. Lo que sucede es que no es ésta la senda que está siguiendo nuestro derecho, sino justamente el camino opuesto: se ha iniciado un proceso de desactivación y desacreditación de los dos únicos filtros de gobierno corporativo que buscan contrarrestar el oportunismo de los socios de control en el seno de los consejos de administración. Los *insiders* desean lógicamente impedir a toda costa que por una u otra vía se cubran los puestos del consejo contra su voluntad, y a su favor ha jugado la defectuosa articulación normativa de los mecanismos de nombramiento y los de separación de administradores, que les ha facilitado encontrar argumentos persuasivos para neutralizar *de facto* el derecho de representación proporcional³³.

El caso paradigmático a este respecto es la práctica –que estamos comprobando se está imponiendo en nuestro ejercicio empresarial- de cesar a los consejeros nombrados a través del sistema de representación proporcional por justa causa amparada en el art. 132 LSA. El argumento que se esgrime es la prevalencia del interés social sobre el sistema de designar consejeros por el sistema de representación proporcional, que la junta está obligada a observar y a acatar, destituyendo a los administradores nombrados por el socio que es competidor directo por reconocer en ellos una causa de incompatibilidad en aplicación del art. 132 LSA³⁴. Lo cierto, en cambio, es que esto se podría contemplar como una estratagema para vaciar de contenido la facultad de la minoría de designar consejeros (art. 137 LSA), pues una vez nombrados se los separa de inmediato por infringir la prohibición de no competencia (ex. art. 132 LSA), y se procede a cubrir las vacantes por la mayoría (ex art. 131 LSA)³⁵.

Esta barrera de entrada es muy eficaz porque el reproche de competidor se traslada desde quien nombra al consejero (el socio significativo), contaminando a la persona designada como administrador, con lo cual se cierra de raíz al socio la posibilidad de ejercitar el derecho de representación proporcional. Tan es así que la regla no cede ni siquiera frente al nombramiento de consejeros “independientes”, que se reputan dominicales del socio

³³ Los desajustes más significativos se producen en dos esferas. La primera, la descoordinación entre el sistema de cooptación y el ejercicio del derecho de representación proporcional, que la doctrina ha intentado salvar v. JUSTE, J. (2006), pp. 345-351; RONCERO, A. (2008), pp. 187 y ss. La segunda se presenta entre el derecho de representación proporcional ex art. 137 LSA y el cese de los administradores ex arts. 131 y 132.2 LSA, v. GUERRA MARTÍN, G. (2009), pp. 621y ss.

³⁴ Sentencia Audiencia provincial de Barcelona, de 14 de diciembre de 2005 (AC 2007/12), y de 12 de mayo de 2006.

³⁵ Véanse los argumentos del registrador que se negó a inscribir una escritura de elevación a público de acuerdos sociales de nombramiento de administradores, y que se transcriben en la Resolución de la DGRN, de 14 de diciembre de 2004 (RJ/2005/4010).

significativo que los designa. De esta manera quedan desarmados los dos contrapesos a la acción de los *insiders* en el consejo: la minoría no puede nombrar consejeros (porque se les considera una mera correa de transmisión de los intereses de quienes les nombra), y los consejeros independientes sólo los puede nombrar el socio de control (parece que, en este caso, no les ve como una mera correa de transmisión, y no hay pegas a su independencia).

Y también se cercena el único mecanismo de defensa de los intereses de la minoría respecto de las decisiones adoptadas por el socio mayoritario en junta, que es el mecanismo de impugnación. Nótese que la probabilidad de que los tribunales estimen que la decisión de destituir al administrador designado por el sistema de representación proporcional es abusiva será francamente baja si la destitución está avalada por una justa causa. No es éste el lugar para analizar en profundidad el asunto, pero sí es indicado hacer algunas observaciones.

A priori, parece evidente que la presencia de un competidor en el consejo de administración es indeseable, pero conviene poner las cosas en perspectiva. La prohibición de competencia es una concreción de los deberes de fidelidad de los administradores hacia la sociedad (art. 127 LSA), cuya finalidad es justamente evitar el daño concurrencial a la sociedad en su misma actividad. Su ámbito objetivo se circunscribiría, por lo tanto, a las esferas – territoriales y funcionales o de mercado- en los que habría competencia efectiva y directa con la sociedad. Hablamos, claro está, de mercado relevante. La debilidad de este planteamiento es que necesariamente se vuelve más intrincado en el caso de sociedades bursátiles participadas por otras sociedades también cotizadas, porque estas sociedades están por lo general muy diversificadas –abarcan muchas actividades empresariales distintas-.

Mayores vacilaciones suscita su ámbito subjetivo. La identificación de los sujetos sometidos a la prohibición de no competencia se demarcaría en función de la peligrosidad de su actuación concurrencial para los intereses sociales, sea por cuenta propia o por cuenta ajena. En concreto, los sujetos que tengan mayor riesgo de expropiación. Tal riesgo suele estar asociado a la posición de control, esto es, al grado de exclusividad de las tareas de administración y de su carácter fiduciario respecto a la sociedad³⁶. Típicamente, en los tipos personalistas aparece referida a los socios y en los tipos capitalistas a los administradores. Siguiendo este razonamiento, la prohibición debería ser interpretada de manera más rigurosa respecto a los administradores de las sociedades abiertas que respecto a los administradores de las sociedades cerradas. La razón se atisba sin esfuerzo: la dedicación en exclusiva a las tareas de administración es más estricta y menos susceptible de ser disponible contractualmente en las sociedades abiertas que en las sociedades

³⁶ El fundamento de la prohibición en el caso del socio industrial responde a otros parámetros (arts. 1.683 CC y 138 CCom). El deber de abstención de competir con la sociedad no tiene su fundamento en los deberes de lealtad, sino en la obligación de aportar. La norma así interpretada buscaría proclamar que el socio industrial participa en la sociedad en régimen de exclusiva: v. VERGEZ SÁNCHEZ, M. (1972), pp. 174-176; PAZ-ARES, C. (1999), p. 604.

cerradas. La dispersión del capital, el sistema de retribución y el funcionamiento del mercado de los directivos conduce a pensar que el administrador de una sociedad abierta goza de gran autonomía en el control de la sociedad. La confianza depositada por los socios en los administradores y la mayor exposición a situaciones de conflictos de intereses refuerzan sus deberes de lealtad. Y la obligación de no competir con la sociedad es una pieza básica de la lealtad del administrador, sujeta a pocas excepciones³⁷. De ahí, que el ordenamiento articule la prohibición como una justa causa de cese de los administradores (art. 132.2 LSA).

Pues bien, dicho lo anterior me debo apresurar a advertir que estas coordenadas generales cumplen una función orientativa, y deben administrarse con buen tino. Así, existirán situaciones en las que sea sensato entender que el deber de no competencia tenga un alcance más amplio o más estrecho del que resulte típicamente descrito en la norma o en el contrato. La modulación nos la proporcionan las reglas de interpretación del contrato con arreglo a las exigencias de la buena fe (art. 1258 CC). Siguiendo esta línea de pensamiento, se desprende que la misma racionalidad debe aplicarse al socio mayoritario en las sociedades capitalistas. Tradicionalmente se viene considerando que la prohibición sólo afecta a los administradores, sin perjuicio de que pueda ser extensible en los estatutos a los socios no administradores³⁸. No obstante, sea cual sea el régimen explícito previsto en la ley o en el contrato, el análisis de sus deberes de lealtad nos revela que están sujetos a deberes de lealtad más agravados que el resto de los socios. Su posición de control les acerca funcionalmente a la figura de los administradores: el poder de decisión acrecienta su riesgo de aprovecharse privadamente de oportunidades de negocio de la sociedad –que es justamente lo que pretende evitar la prohibición de competencia–, perjudicando económicamente a la sociedad y al resto de los socios³⁹.

Puestas así las cosas, la sentencia del caso FCC-Acciona proporciona una nueva línea de razonamiento. Sostiene que la prohibición no sólo afecta a la persona del administrador, sino igualmente y con la misma extensión, al socio –no de control, sino significativo– que lo nombra mediante el sistema de representación proporcional: la prohibición de no

³⁷ Sobre estos hay pocas dudas en la literatura especializada. Tampoco las hay desde la interpretación normativa: modificaciones de la ley de transparencia dejan poco espacio para la duda (art. 127 ter 2 LSA). Sorprende, no obstante, que con arreglo al 132.2 LSA, se coligiera que los administradores de las sociedades anónimas no estén sujetos al deber de no competencia, y sin embargo, los de la limitada sí, v. LLEBOT MAJÓ, J. O. (1996), pp. 122 y ss.

³⁸ Esta es la posición de la doctrina y de la jurisprudencia, v. PORTELLANO DíEZ, P. (1996), p. 31. Otros autores entiende que no cabe la extensión a los socios, v. J. Boquera, “La regulación del conflicto de intereses en el proyecto de ley de las sociedades de responsabilidad limitada, *Estudios Broseta*, I., p. 461.

³⁹ Con buen criterio, esta es la posición mayoritaria en la doctrina alemana. Una buena muestra bibliográfica se puede consultar en HENZE/NOTZ, *AktG*, marginal 78, p. 134, nota 267. Las voces disidentes se enfrentan al escollo tipológico de la sociedad anónima, y el clásico problema atávico de la atribución de deberes de lealtad a los accionistas, v. por todos, KOPPENSTEINER, *Kölner Komm.AG*, § Vor 311, marginal 28; Kropff, *Mün Komm AG*, § Vor 311, marginales 65, 68, 2004.

competencia del art. 132 LSA pasaría entonces a ser un deber de lealtad del socio, que permitiría alzar una justa causa de separación frente a cualquier nombramiento realizado por él. A este respecto, es conveniente realizar varias consideraciones.

La primera, es que no es dudoso que los socios –al igual que los administradores– se sujetan al interés social, y están sometidos a deberes de lealtad, pero a diferencia de éstos, los socios tienen un interés particular y legítimo en la sociedad. Por eso el sistema de aplicación de los deberes fiduciarios es distinto en cada caso: mientras el administrador está sometido a una regla de abstención, salvo autorización de los socios –se trata de un mero agente y tiene una posición estrictamente fiduciaria, por lo que debe postergar sus intereses particulares al interés de la sociedad (arg. *ex.* arts. 1459 CC y 267 CCom)–, al socio no se le prohíbe perseguir su propio interés –incluso a través de operaciones vinculadas con la sociedad–, simplemente se le exige que su actuación no dañe a la sociedad, ni a los otros socios⁴⁰. Desde esta perspectiva, no resulta evidente que la prohibición de hacer competencia –o lo que es lo mismo, el estándar de conducta impuesto a unos y a otros en relación con el aprovechamiento de oportunidades de negocio de la sociedad– opere de igual manera para administradores y socios; de hecho, suscita serias dudas que se articule como una justa causa de separación del administrador nombrado por el socio “competidor” *ex* art. 132 LSA.

En segundo lugar, llama la atención una solución tan drástica en el contexto de nuestro ordenamiento, que adolece de una falta clara de desarrollo y sistematización de los deberes de lealtad de los socios internos y cuya infracción rara vez acarrea consecuencias para los socios desleales, a excepción, quizás, de las penales, en los casos más graves. Decididos a enmendar este déficit, hemos de convenir que los deberes de lealtad de los socios se deben modular en función del poder de decisión que tengan en una situación determinada. Nótese que este razonamiento debería ser especialmente exigente en el caso de los socios de control, porque lo normal es que sea el socio más influyente en la sociedad el que tenga mayor riesgo de verse involucrado en conflictos de interés con la sociedad. De hecho, no es infrecuente que los socios de control de una sociedad tengan otros intereses empresariales al margen de la misma (es decir, extrasociales y, en ocasiones, contrapuestos), que sin entrar a ver si se trata o no de actividades estrictamente competidoras, están en el origen de muchos conflictos de interés del socio mayoritario con la sociedad. Con todo, no parece juicioso –estirando el argumento de la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 14 de diciembre de 2005– defender un sistema preventivo que impida al socio mayoritario designar consejeros con objeto de evitar el riesgo de lesión del interés social. Entonces, lo que tampoco es aceptable es que se mida con distinta vara al socio significativo y al socio de control, que es lo que acaba sucediendo si la incompatibilidad del art. 132 LSA opera si el nombramiento se produce a través del sistema de representación proporcional, pero no si se hace fuera de él.

⁴⁰ Esta lógica está en la base de nuestro sistema societario, al igual que en el resto de los ordenamientos de nuestro entorno.

Tercero, y en otro orden de cosas, debería ponderarse el propósito del derecho de representación proporcional en relación con el riesgo de utilizar ese derecho para fines concurrenciales. La posibilidad de designar consejeros se traduce en una influencia limitada del socio en la toma de decisiones sociales: el socio significativo no obtiene el control de la sociedad, sino una participación pequeña en el consejo. Desde esta óptica, el fin que persigue es presumiblemente ejercer mayor influencia en el seno de la sociedad a favor de su inversión (en cambio, invertir fuertemente en una sociedad supuestamente competidora se vislumbra como una estrategia muy cara para infiltrarse y recabar información, como parece sugerir la sentencia citada). La sensación que produce es que hay una desproporción entre el riesgo y la sanción, con el sacrificio del derecho de representación proporcional. Hubiera resultado más sensato arbitrar cautelas que hubieran permitido garantizar el derecho de representación proporcional y, paralelamente, minimizar los riesgos de competencia.

Cuarto, el análisis del problema desde la óptica de las consecuencias que puede traer en el futuro para los mercados tampoco es alentador: es probable que los inversores se retraigan de realizar adquisiciones importantes, si llegado el momento se les puede dejar fuera de juego tachándoles de competidores, lo cual no es la mejor carta de presentación para atraer la inversión extranjera. El mensaje que se transmite es que o bien se adquiere el control, o mejor no invertir, porque los instrumentos que te proporciona el derecho para defender la inversión no ofrecen confianza, lo que a la postre invita a estructuras de propiedad más concentradas.

En consecuencia, el análisis sistemático invita a entender que si el reproche de la prohibición de competencia se extiende al socio -y por ende, a los nombramientos de consejeros que éste pueda decidir-, no es evidente que deba funcionar la regla con el automatismo y las consecuencias previstas por la norma, que está diseñada para el caso de que el administrador sea quien compite con la sociedad. En fin, la sensación que deja esta doctrina es que no se ha hilado muy fino en la aproximación a los conflictos entre socios, en parte porque las piezas no están bien ajustadas en el diseño normativo, y es probable que bienintencionadamente y en aras del interés social (que con frecuencia se asimila al interés de los socios de control), se haya contribuido a aislar aún más a los socios internos de los débiles mecanismos de supervisión internos del derecho de sociedades.

2.3. Los controles externos: la regulación de OPAs

Una vez analizado el plan anti-expropiación que pone en marcha el derecho de sociedades para disciplinar a los *insiders* y reprimir el oportunismo, es conveniente evaluar la validez de los mecanismos de control externo o de mercado para hacer lo propio, disciplinar a los *insiders* y reducir el riesgo de expropiación en los cambios de control.

Como es sabido, el mercado de control societario es uno de los mecanismos más poderosos para disciplinar a los *insiders*. Con todo, su efectividad queda notablemente reducida en las jurisdicciones con alta concentración de capital. Básicamente por dos razones. La primera

es que la propiedad es el mejor mecanismo anti-OPA: si los socios de control gobiernan la sociedad a través de una participación mayoritaria, cualquier decisión sobre cambios de control debe contar con su conformidad⁴¹. Y si no se puede cambiar el control de la sociedad de espaldas a los controllers, es evidente que el riesgo de ser relevados no tiene poder disciplinante. La segunda razón tiene que ver con la anterior, y viene a decir que si la estructura de propiedad es mayoritariamente concentrada, lo único que puede hacer el ordenamiento en relación con el régimen de cambios de control es garantizar que las transacciones no se lleven a cabo en el mercado exclusivo de los bloques de control, sino que la prima de control se reparta entre todos los socios. Esta es justamente la lógica de la OPA obligatoria de las legislaciones europeas.

Puestas así las cosas, la función que cumple la OPA obligatoria es anti-expropiatoria: su finalidad es obstaculizar las ventas improductivas, que son las que suceden cuando el comprador es un expropiador, que no pretende maximizar su inversión mejorando la eficiencia de la sociedad, sino apropiándose de las rentas de los socios externos. Esta regulación tiene también su contrapartida, y es que no sólo se penalizan los cambios de control improductivos, sino también, potencialmente, otros productivos⁴². O dicho de otra manera, la regla de OPA obligatoria constriñe el mercado de control societario, porque encarece mucho las operaciones de cambio de control.

Pues bien, el análisis anterior nos conduce a dos conclusiones. La primera es que los blindajes defensivos previstos con el fin de impedir la entrada de un expropiador –y, por lo tanto, en interés de los socios externos– carecen de fundamento en un sistema de OPA obligatoria. Desde esta óptica, las limitaciones estatutarias del derecho de voto son ineficaces para evitar cambios de control abusivos, simplemente porque ya lo hace la regulación de OPAs al garantizar que la prima de control se reparta entre todos los accionistas. Si a esto se adiciona el sistema de OPAs competidoras –en esencia, un mecanismo de subasta que abre la competencia entre oferentes, y que naturalmente permite esperar que conducirá a subidas del precio en beneficio de todos los accionistas– tendremos que es muy improbable que las transacciones se realicen por debajo de su valor. Todo ello, claro está, a costa de reducir el número de ofertas y la efectividad del mercado de control⁴³.

La segunda conclusión es que este tipo de blindajes pueden resultar muy efectivos como defensas anti-OPA (porque impiden la aparición y la influencia de un socio mayoritario como bien ha demostrado la experiencia alemana), pero no es menos cierto que son poco

⁴¹ Es oportuno recordar que el núcleo de la concentración de derechos de voto en las sociedades europeas no proviene de la desproporcionalidad, sino de la retención de bloques mayoritarios de control de acuerdo con la estructura de una acción-un voto. En estos casos de propiedad por encima del umbral de OPA, el control no es contestable, ni siquiera con una estructura proporcional, como se ha puesto repetidas veces en evidencia, v. por todos, COATES IV, J. C. (2004), pp. 682 y ss.

⁴² BEBCHUK, L. (1994), pp. 957 y ss.

⁴³ Esta es una de las críticas más frecuentes a la OPA obligatoria, ENRIQUES, L. (2004), pp. 440 y ss, 448 y ss.

efectivos para rechazar una oferta si la mayoría de los accionistas concurren a la misma. Es verdad que disuaden y entorpecen, pero lo razonable es que la oferta se condicione a que se levante el blindaje, y que así se haga si los accionistas externos –y mayoritarios- han aceptado la oferta. Las nuevas medidas de neutralización -voluntarias- simplemente ahondan en esta línea.

2.4. Recapitulación

La virtualidad de los blindajes estatutarios de limitación del voto no es tanto impedir los cambios de control a través de ofertas, sino frenar los cambios de control que se realicen sin mediar transacción global alguna, simplemente por la entrada de un socio en la sociedad con una participación superior a las de los *insiders*. Y es en este contexto en el que corresponde examinar la oportunidad de los mismos.

Hemos comprobado que nuestro sistema jurídico dispone de mecanismos que obstaculizan la entrada de un expropiador a través del sistema de OPAs, pero éstos no se activan cuando no se transmite el control, sino que el socio entrante alcanza una situación efectiva de control, pero inestable, por debajo del umbral de OPA. Entonces la protección de los socios externos –frente al potencial expropiador- queda encomendada en exclusiva al derecho de sociedades. En principio, esto no plantearía problema si efectivamente el ordenamiento frenara el oportunismo de los socios internos, pero como hemos visto, contamos con un sistema en conjunto deficitario, que no cumple con la solvencia deseable la tarea de proteger las rentas de los socios externos.

Si esto es así, los socios internos tendrán la tentación de ser oportunistas porque la ley se lo permite más allá de lo que sería deseable, y por ello cuentan con importantes razones para no querer abandonar el control y buscar la manera de bloquear las entradas. La cuestión que corresponde dilucidar entonces es por qué el nuevo *insider* va a ser peor para los socios externos que los *insiders* actuales. Porque bien mirado, si entre expropiadores anda el juego, a los socios externos les resulta indiferente quien se apropie de sus rentas (su interés sería contar con mayor protección frente a la expropiación). Esta es justamente la cuestión que vamos a examinar en el siguiente apartado, si los blindajes de voto discriminan entre expropiadores y frenan la entrada de *insiders* más perjudiciales que los actuales.

3. ¿Sirven los blindajes de voto para discriminar la eficiencia de los *insiders*?

En este apartado voy a examinar, desde dos ángulos, si los blindajes pueden cumplir una función productiva. Por un lado, si las limitaciones de voto son aptas para frenar la entrada de futuros *insiders* menos deseables –porque tienen potencialmente más capacidad expropiadora- que los actuales. Por otro lado, si la desproporcionalidad puede servir para blindar a los *insiders* eficientes en el control de la sociedad.

3.1. El *second best*: discriminando entre expropiadores

Tradicionalmente, los modelos económicos sobre la eficiencia de la estructura de propiedad contraponen dos arquetipos ideales: las sociedades con capital muy disperso (en las que se producen costes de agencia entre los socios y los administradores, que son quienes *de facto*, ejercen el control), y las sociedades dominadas por un socio mayoritario (en las que se minimizan los costes de agencia, pero aparecen desequilibrios entre socios). La cuestión que aquí nos planteamos es cuando la propiedad es concentrada (luego el poder de decisión lo ejercen los socios, no los administradores), pero no hay un socio mayoritario, sino uno o varios socios minoritarios. Y en particular, la eficiencia comparada de estos otros equilibrios en el control, es decir si es mejor que el control esté en manos de una coalición de socios minoritarios, o si es preferible que sea un único socio minoritario quien controle la sociedad.

Puestas así las cosas, el análisis establece lo que ya se ha apuntado anteriormente, y es que en términos generales, por cada posible estructura de control minoritario, hay otra estructura de propiedad sobre la base de la proporcionalidad que maximiza la eficiencia. Pero dicho esto, el análisis concluye que frente a un socio minoritario de control, será siempre más eficiente una coalición de accionistas, también con poder minoritario⁴⁴. En este sentido, la dilución del control entre varios accionistas puede ser visto como un compromiso de contención en la tasa de expropiación. Con todo, los bloques se formarán entre el mínimo número de accionistas precisos para ejercer el control, lo que significa que los socios, a la hora de formar bloques, tienen incentivos para mantener su *cash flow* lo más bajo posible, porque entonces será mayor el grupo de socios externos a los que expropiar. En definitiva, en ambos casos hay un riesgo alto de expropiación, pero la limitación del voto, en términos generales, evita que un socio minoritario de control arrebate el control a una coalición de socios, y se agrave el riesgo de expropiación de los socios externos.

3.2. La *first best*: la salvaguarda del *insider* eficiente frente al *insider* ineficiente

Hasta el momento hemos analizado la eficiencia de un blindaje en particular, el de las restricciones a la limitación del voto. La conclusión que se desprende del análisis es que es un mecanismo que no promueve la eficiencia, sino que, a los sumo, es un tapón para frenar ineficiencias aún mayores⁴⁵. La eficiencia se alcanzaría por otras vías, específicamente, articulando deberes de lealtad de los socios y mejorando el buen gobierno de la sociedad. Lo cual no nos puede conducir a resolver que los mecanismos que rompen la proporcionalidad son necesariamente ineficientes. Al contrario, en ocasiones permiten un

⁴⁴ BENNEDSEN, M. y WOLFENZON, D. (2000), pp. 113 y ss.

⁴⁵ Las ineficiencias de los mecanismos de encerramiento frente a otros instrumentos de desproporcionalidad, claramente las *dual-class shares*, están bien analizados por la literatura económica, v. BUKART, M. y Lee, S. (2008), p. 36. Sin embargo, tendemos a considerar que las limitaciones de voto son menos “ineficientes” de lo que en realidad son, v. ALFARO, J. (2009), p.11.

difícil equilibrio entre cierta dilución del capital y la consolidación de *insiders* valiosos y eficientes en el control de la sociedad. Herramientas con las que no cuenta nuestro derecho, y que quizás deberíamos plantearnos su inclusión, siempre con los ajustes procedimentales pertinentes⁴⁶.

En efecto, las fórmulas contractuales de apalancamiento pueden servir para concentrar, afianzar y estabilizar el poder de decisión al margen de la propiedad, y desde esta óptica, pueden verse como *sistemas de reorganización de la sociedad para mejorar su eficiencia*⁴⁷. La racionalidad económica de los mecanismos de desproporción es sustancialmente la misma que hay detrás de la figura del socio mayoritario: la protección de las inversiones específicas, en particular, de capital humano por parte de los *insiders*. Se trataría de preservar las inversiones en proyectos que van a dar resultados en periodos largos de la visión cortoplacista de las bolsas. En estos casos la particularidad estriba en que se realiza mediante una reorganización de la estructura de propiedad de la sociedad, con el objetivo de lograr equilibrios organizativos más eficientes (a menor coste de oportunidad). Como es natural, esta fórmula no está libre del reproche: la protección de las inversiones específicas del socio minoritario de control puede ser una decisión productiva –si va a poner su capital humano al servicio de la empresa, desarrollando proyectos productivos y creando valor a la sociedad- o improductiva –si el aislamiento de los mecanismos de disciplina del mercado alienta su comportamiento oportunista-. Por eso, *a priori*, la operación de reestructurar la propiedad de la sociedad es una operación potencialmente de alto riesgo. Bien mirado, lo que plantea un acuerdo de estas características es *un juicio de los socios minoritarios sobre la confianza que despierta el ejercicio del control en manos del insider: se trata de valorar si el insider es un maximizador del valor o, por el contrario, un expropiador*⁴⁸. Es un voto de confianza sobre sus capacidades y su lealtad, y como esta medida no es fácil que la conozcan los socios externos, la única manera de hacer un juicio cabal es en función del mérito atesorado, que es lo que suele medir la reputación, y los *commitments* que hagan los *insiders* para obligarse a reducir la tasa de beneficios privados (a través de prácticas de buen gobierno).

Puestas así las cosas, los blindajes sólo podrían cumplir una función productiva si es una decisión adoptada por los socios externos (que son quienes asumen el riesgo de la decisión). Y los socios externos van a estar en condiciones de hacerlo en dos escenarios.

El primero caso ofrece pocas dudas y se refiere a que la sociedad –con sus blindajes- salga a bolsa. Es evidente que las medidas estatutarias que asignan contractualmente los derechos de control al socio que los venía ejerciendo hasta el momento podrían cumplir un papel productivo si los inversores lo valoran positivamente y se muestran dispuestos a pagar por ello⁴⁹. Los mercados ponen precio a las cláusulas estatutarias de la sociedad que sale a

⁴⁶ ALFARO, J. (2009), pp. 12-13.

⁴⁷ PAZ-ARES, C. (1996), pp. 5-14.

⁴⁸ ALFARO, J. (2009), p. 5.

⁴⁹ Lo que está claro es que se paga con descuento, SMART, S. y ZUTTER, C. (2003), pp. 85 y ss.

bolsa, por lo que la sociedad se somete al juicio del mercado. Si los inversores consideran que contienen reglas ineficientes, estarán dispuestos a pagar *menos* por las acciones que se les ofrecen, tal y como lo evidencian los estudios empíricos. Por tanto, si quienes sacan la sociedad a bolsa incluyen cláusulas de blindaje, a sabiendas de que reducirán el tipo de emisión, es porque el blindaje “vale más” que el menor precio que se obtiene por las acciones.

El segundo caso se refiere a una sociedad en funcionamiento. En este caso la eficiencia del blindaje sólo se puede sostener si ha sido votado por los socios externos, que son quienes pechan con los riesgos. Las fórmulas a este respecto son también conocidas: o bien que la decisión la adopte la mayoría de los socios externos o minoritarios, o bien que se adopte con la abstención de los *insiders*⁵⁰.

Para terminar, es preciso poner de manifiesto que la solución a la que llegamos coincide sustancialmente con la primera recomendación del Código Unificado de Buen Gobierno. La coincidencia es plena en relación con las salidas a bolsa, pero en el caso de que el blindaje fuera adoptado más tarde, se limita a proponer que la decisión sea aprobada por un porcentaje elevado de accionistas. Es verdad que tradicionalmente se ha confiado en los mecanismos de supermayoría como sistemas eficaces para proteger a los socios minoritarios en asuntos conflictivos. Pero no es menos cierto que la experiencia ha revelado que hay sistemas mejores –y que deberíamos tratar de implementar-, simplemente porque no cuentan –ni mucho ni poco- con los votos de los *insiders* (que recordemos, tienen todo que ganar y nada que perder)⁵¹.

4. Conclusiones

Las restricciones estatutarias del voto fueron ideadas en su origen para garantizar un gobierno societario que evitara el abuso de poder de unos socios frente a otros. Paradójicamente, con el tiempo se han venido usando para otros fines más interesados por parte de los socios minoritarios de control en las sociedades cotizadas. Por ello, su prohibición no debería lamentarse. Con todo, la nueva situación normativa pone en evidencia dos flancos débiles de nuestro ordenamiento, que convendría reparar. Por un lado, la desprotección de los socios minoritarios frente al oportunismo del socio de control. Por otro lado, la necesidad de articular fórmulas alternativas –y mejor pensadas y diseñadas- que promuevan cierta dispersión del capital y, a su vez, permitan consolidar y conservar el control de equipos humanos productivos.

⁵⁰ Sobre la valoración de estos procedimientos, v. PAZ-ARES, C. (1996), pp. 123 y ss.

⁵¹ BEBCHUK, L. y HAMDANI, A. (2009), p. 1298. Los autores recuerdan que en materias muy conflictivas y con grave riesgo de oportunismo por parte de los *insiders*, se viene aplicando la regla de la mayoría de la minoría.

5. Tabla de sentencias

<i>Tribunal, sala y fecha</i>	<i>Ar.</i>	<i>Magistrado ponente</i>	<i>Partes</i>
SAP, Barcelona, 15 ^a , 14.12.2005	AC 2007\12	Luís Garrido Espá	Acciona S.A. c. Fomento de construcciones y contratas, S.A.
Resolución DRGN, 14.12.2004	RJ 2005\4010	Pilar Blanco-Morales Limonos	Fomento de construcciones y contratas, S.A. c. Registrador Mercantil XI Barcelona

6. Bibliografía

ADAMS, D. y FERREIRA, R. (2008) "One share, One vote: the empirical evidence", 12 *Review of Finance*, pp. 51 y ss.

ADAMS, D. (1990) "Höchststimmrecht, Mehrfachstimmrechte und Markt für Unternehmenskontrolle", AG, pp. 72 y ss.

ALFARO, J. (2009), "El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil", *Noticias de la Unión Europea*, p. 5-13.

BAINBRIDGE, S. (2002), *Corporation law and economics*, New York, pp. 335 y ss.

BEBCHUK, L. y NEEMAN, Z. (2010), "Investors protection and interest groups politics", 23 (3) *Review of Financial Studies*, pp. 1089 y ss.

BEBCHUK, L., KRAAKMAN, R., y TRIANTIS, G. (2000), "Stock pyramids, cross-ownership, and dual-class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights", en MORK, R. K., *Concentrated corporate ownership*, Chicago, pp. 295 y ss.

BEBCHUK, L. y HART, O. (2002) "A threat to dual-class shares", FT May 31, p. 11.

BEBCHUK, L. (2002), "The case against board veto in corporate takeovers", 69 *U. Chi. L. Rev.*, pp. 973 y ss.

BEBCHUK, L. y HAMDANI, A. (2009), "The elusive quest for global governance standards", 157 *U. of Penn. L. Rev.*

BEBCHUK, L. (2003), "The case for shareholder access to the ballot", 59 *Bus. Law*, pp. 61-63.

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

BEBCHUK, L. y KAMAR, E. (2010), "Bundling and entrenchment", 123 *Harv. L. Rev.*, en prensa.

BEBCHUK, L. (1994), "Efficient and inefficient sales of control", 109 *Quart. J. Econ.*, pp. 957 y ss.

BENNEDSEN, M. y WOLFENZON, D. (2000), "The balance of power in closely held corporations", 58 *J. of Fin. Econ.*, pp. 113 y ss.

BERGLÖF, E. y BUKART, M. (2003), "European takeover regulation", 36 *Economic Policy*, p. 202.

BLACK, B. y KRAAKMAN, R. (1996), "A self-enforcing model of corporate law", 109 *Harv. L. Rev.*, pp. 1947-1949.

BLACK, S. *et al.* (2006), "Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea", 22 *J. l. Econ. & Org.*, pp. 407-410.

BLAIR, M. M. y STOUT, L. A. (1999), "A team production theory of corporate law", 85 *Va. L. Rev.*, pp. 247, 305.

BOQUERA, J. (1995), "La regulación del conflicto de intereses en el proyecto de ley de sociedades de responsabilidad limitada", *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*, Vol. 1, 1995, pp. 453-492.

BUKART, M. y LEE, S. (2008) "The one share-one vote debate: a theoretical perspective", 12 *Review of Finance*, pp. 1-49.

COATES IV, J. C. (2004), "Ownership, takeovers and EU law: how contestable should EU corporations be?", en FERRARINI, G. *et al.* (eds.), *Reforming Company and takeover law in Europe*, Oxford, pp. 682 y ss.

CONAC, P. H., ENRIQUES, L., y GELTER, M. (2007), "Constraining dominant shareholders' self-dealing: The legal framework in France, Germany and Italy", 4 *European Company and Financial Law Review*, pp. 491 y ss.

DUNLAVY, C. A. (1998), "Corporate Governance in late 19th -century Europe and the U. S. The case of shareholding voting rights", en HOPT *et al* (ed), *Comparative corporate governance -The state of the art and emerging research-*, Oxford 1998, pp. 5 y ss.

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

ENRIQUES, L. y VOLPIN, P. (2007), "Corporate Governance reforms in continental Europe", 21 *J. Econ. Perspectives*, p. 117.

ENRIQUES, L. (2002), "Do corporate law judges matter: some evidence from Milan", 3 *European Business Organization Law Review*, pp. 765 y ss.

ENRIQUES, L. (2004), "The mandatory bid rule in the takeover directive: harmonization without foundation?", *ECFR*, pp. 440 y ss, 448 y ss.

FRANKS, J. y MAYER, C. (1998), "Bank control, takeovers and corporate governance in Germany", 22 *Journal of Banking and Finance*, pp. 1385 y ss.

GOMPERS, P. *et al.* (2003), "Corporate governance and equity prices", 118 *Q. J. Econ.*, p. 107 y ss.

GORDON, M. (2002), "Takeover defences work. Is that such a bad thing?", 55 *Stan. L. Rev.*, pp. 824-825.

GORDON, J. N. (1994), "Institutions as relational investors: a new look at cumulative voting", 94 *Column. L. Rev.*, pp. 124 y ss.

GUERRA MARTÍN, G. (2009), "La separación de consejeros dominicales por conflictos de intereses del accionista al que están vinculados", *Revista de Derecho mercantil*, pp. 621 y ss.

GUERRA MARTÍN, G. (2010), "La limitación al número máximo de votos en las sociedades cotizadas", *La Ley* 1701/2010.

HENZE, H. y NOTZ, R. L. (2004), en HOPT, K. y WIEDEMANN, H. (Hrsg.), *Grosskommentar zum Aktiengesetz*, 4 Aufl., De Gruyter Recht, Berlin-New York.

JOHNSON, S., LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. y SCHLEIFER, A. (2000), "Tunneling", 90 *Am. Econ. Rev.*, pp. 22 y ss.

JUSTE, J. (2006), "Facultad de cooptación del consejo de administración y derecho de representación proporcional de la minoría", *RdS* pp. 345-351.

KLAUSNER, M. (2003), "Institutional shareholders, private equity, and anti-takeover protection at the IPO stage", 152 *U. PA. L. Rev.*, pp. 758-759.

KOPPENSTEINER, H.-G. (2004), "Vor § 311 AG", en ZÖLLNER, W. y NOACK, U. (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, 3^a Aufl., Carl Heymanns Verlag, Wolters Kluwer, Deutschland.

KROPFF, B. (2004), "Vor § 311 AG", en B. KROPFF, y J., SEMMLER (Hrsg.) (2000), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Verlag C. H. Beck., München.

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

LLEBOT MAJÓ, J. O. (1996), *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, pp. 122 y ss.

MATEU, R. (2010), "Accionistas, consejeros, conflictos y limitaciones", *El País*, 7/03/2010.

MICHALSKI (1997), "Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote nach deutschem Aktienrecht", AG, pp. 152, 159.

PAZ-ARES, C. (1996), *¿Dividendos a cambio de votos?: contribución al estudio de la conversión de acciones con voto en acciones sin voto*, McGraw-Hill, Madrid.

PAZ-ARES, C. (1999), en URÍA, R. y MENÉNDEZ, A., *Curso de Derecho Mercantil*, vol. I, Civitas, Madrid, p. 604.

PORTELLANO DÍEZ, P. (1996), *Deber de fidelidad de los administradores de sociedades mercantiles y oportunidades de negocios*, Civitas, Madrid., p. 31.

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

RONCERO, A. (2008), "La cobertura de vacantes en el consejo de administración de una sociedad anónima por el sistema de cooptación y el ejercicio del derecho de representación proporcional", *RdS*, pp. 187 y ss.

SÁEZ LACAVE, M^a I. (2008a), "Las leyes y sus reformas: el caso de la sociedad en formación", *Cuadernos de derecho y comercio*, n^o 49, pp. 125-144.

SÁEZ LACAVE, M^a I. (2008b), "Las bases económicas de la junta de socios", *InDret* 2/2008.

SCHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1997), "A survey of corporate governance", 52 *J. Fin.*, (1997), pp. 737 y ss.

SMART, S. y ZUTTER, C. (2003), "Control as a motivation for Underprising: A comparison of dual and single class IPOs", 69 *J. Fin. Econ.*, pp. 85 y ss.

VERGEZ SÁNCHEZ, M. (1972), *El socio industrial*, Tecnos, Madrid, pp. 174-176.

WILSON, R. y GORDON, J. (2003), "Controlling controlling shareholders", 152 *U. Pa. L. Rev.*, pp. 785 y ss.