

Nombramiento y cese de los consejeros minoritarios

Maria Isabel Sáez Lacave

Facultad de Derecho
Universidad Autónoma de Madrid

*Abstract**

En este trabajo se indaga el fundamento normativo de las vías de nombramiento y cese de los administradores de las sociedades que cuentan con consejo de administración, sobre todo en relación con los consejeros nombrados a través del sistema de representación proporcional previsto en nuestro ordenamiento. A tal fin se revisan las perspectivas doctrinales y jurisprudenciales que han ido modulando la interpretación conjunta de los artículos que regulan la materia. En especial, se analiza la doctrina del competidor como fundamento de la separación de administradores nombrados por la minoría. En estas páginas se ofrecerán soluciones alternativas para sistematizar los arts. 223 y 224 LSC en concordancia con lo dispuesto en el art. 243 LSC.

The purpose of this paper is to analyse the fundamentals of the Spanish legal system to nominate and remove corporate directors, especially focusing on the minority ones. Both courts and legal scholars have tried to reduce the practical implementation of those directors in the boards of Spanish corporations through a wide range of legal arguments, so we also carry out a careful and deep analysis of this field, by including the last twist of the matter, the so called "doctrine of the competitor". Finally, We suggest an alternative view, as well as a newfangled interpretation of the most relevant normative prescriptions regulating this legal concern (Articles 223, 224 and 243 of the Spanish Business Corporation Act).

Title: Nomination and removal of minority directors

Palabras clave: sistema de representación proporcional, cese de administradores, competidor

Keywords: cumulative voting, removal of directors, competitor

* Agradezco los comentarios y sugerencias del editor ejecutivo de la revista y de dos evaluadores anónimos. La responsabilidad por los errores que restan es solo mía, desde luego. Este trabajo cuenta con el soporte del Ministerio de Ciencia y Tecnología proporcionado por el proyecto dirigido por el profesor Cándido PAZ-ARES, con referencia DER 2011-25237.

Sumario

1. Nombramiento y cese de administradores: el problema
 - 1.1. Nombramiento de administradores y gobierno corporativo
 - 1.2. La desconfianza doctrinal hacia el sistema de representación proporcional
2. Manual de instrucciones para desarticular el sistema de representación proporcional
3. La fase dos: la separación por parte de la mayoría de los representantes de la minoría
 - 3.1. La doctrina del competidor
 - 3.2. El caso del cese del consejero minoritario
4. Fase tres: la separación del administrador competidor
 - 4.1. Deberes de lealtad y conflictos de intereses
 - 4.2. Justa causa y cese de administradores
5. Fase cuatro: El caso del socio -minoritario- competidor
6. ¿Puede el socio -competidor- nombrar consejeros?
7. Tabla de jurisprudencia citada
8. Bibliografía

1. Nombramiento y cese de administradores: el problema

Las reglas que arbitran el nombramiento y cese de los administradores han sido tradicionalmente una de las cuestiones claves del derecho de sociedades. Esta normativa busca regular el acceso al control –es decir, cómo se logra la confianza de los socios para que terceras personas actúen como su agente fiduciario– y la salida del control –esto es, cómo se articula la separación del administrador que ha perdido el favor de los socios–. A primera vista parecerían dos elementos bien distintos. Lo que sucede es que frecuentemente los mecanismos de rendición de cuentas conducen a la sustitución casi simultánea del administrador saliente, produciéndose incluso cambios en el control en el caso de que sea otro equipo directivo el que tome las riendas de la sociedad en adelante. Ni que decir tiene que el ejercicio del control genera necesariamente tensiones entre los *controllers* y los socios no participantes en el núcleo de control. El punto de inflexión de tales desequilibrios se encuentra en el corazón de la propia relación de agencia, porque a nadie se le oculta que los extensos poderes de los administradores sólo se pueden justificar si los socios se reservan la capacidad, llegado el momento, de sustituirlos. Al mismo tiempo también es de sentido común atisbar que quienes participan en el control son reacios a someterse a mecanismos de supervisión y de rendición de cuentas que en última instancia podrían derivar en la separación del administrador o equipo de administradores del control. Por eso, y con independencia de las reglas específicas que cada ordenamiento disponga para el nombramiento y cese de los administradores, lo que es seguro es que las normas, lejos de conformar una de tantas actuaciones administrativas casi-automáticas que produce la maquinaria societaria –como a veces se pinta¹– regulan, en ocasiones sin querer saberlo del todo, conflictos internos y luchas de poder para compartir o arrebatarse el control.

Como en otros trances, las soluciones del problema al que nos enfrentamos pecan de formalistas. La producción jurídica –ley, jurisprudencia, y, por supuesto, la doctrina– se apoya en la premisa de que los derechos de control los ejercitan el conjunto de los socios mediante el voto, y entre otras actuaciones, ponen y quitan administradores libremente en atención a su interés común o social. Por su lado, la realidad –y la teoría económica²– indican que los derechos de control de la sociedad se distribuyen en función de la estructura de propiedad, ejerciéndolos los administradores cuando el capital está disperso, y los socios de control, cuando el capital está concentrado. Ya he dado cuenta con anterioridad de la profunda simbiosis que se crea entre el derecho de sociedades de un país dado, y la estructura de propiedad que predomina en sus empresas, singularmente las cotizadas³. Las disfunciones o costes de agencia varían sustancialmente en función de que

¹ Esta es la sensación que suelen desprender los comentarios, o incluso los manuales de referencia, que al enfrentarse a la materia relativa al nombramiento lo tratan desde una perspectiva “administrativa”, por poner un ejemplo reciente, GALLEGO SÁNCHEZ (2011, pp. 1527 y ss.).

² TIROLE (2006, pp. 387 y ss.).

³ SÁEZ LACAVE (2008, pp. 6 y ss.).

los *controllers* sean administradores o socios de control, y consecuentemente, las soluciones jurídicas oportunas en cada caso⁴. Como se verá, el sistema de nombramiento y cese de los administradores no escapa a este análisis.

En este trabajo se pretende poner en valor el sistema de representación proporcional como un instrumento valioso de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, sustancialmente en las jurisdicciones de capital concentrado, como es el caso de los países de Europa Continental. Entre nosotros su aplicación se ha visto muy supeditada, fundamentalmente debido a la interpretación restrictiva de las reglas sobre nombramiento y separación de administradores en relación con el sistema de representación proporcional llevada a cabo por la doctrina y la jurisprudencia. En estas páginas se ofrecerán soluciones alternativas para sistematizar los arts. 223 y 224 LSC en concordancia con lo dispuesto en el art. 243 LSC. En especial, se analiza la doctrina del competidor como fundamento de la separación de administradores nombrados por la minoría. Para que el análisis de las reglas sea adecuado es preciso indagar qué función están llamadas a desempeñar en el engranaje del gobierno de la sociedad.

1.1. Nombramiento de administradores y gobierno corporativo

Como no podía ser de otra forma, el gobierno corporativo presta atención capital a la sustitución de los administradores y estructuración del consejo. Si lo que se pretende es optimizar los sistemas de gobierno de las sociedades y mejorar los mecanismos de protección de los inversores con el fin de atraer la inversión privada, es claro que la posibilidad de sustitución en el control está en su punto de mira. La idea de base es muy simple: la única manera de frenar las ineficiencias en el control de las sociedades es arbitrar mecanismos de protección –legales o extralegales– de los intereses de los socios externos. Esta reflexión también se traslada al mecanismo jurídico previsto para elegir a los administradores: los estudios empíricos revelan que el hecho de que los *controllers* –sean administradores, sean socios de control– tengan un poder virtualmente incontestable para seleccionar a los miembros del consejo, está correlacionado con valoraciones negativas de la empresa⁵. Es hora, pues, de revisar en profundidad el sistema de selección, nombramiento y cese de los miembros del consejo. Esta tarea no es simple: enseguida nos apercebimos de que las recetas de gobierno corporativo varían sustancialmente en función de la existencia o no de socios de control⁶.

Lo que más interesa es centrarse en países como el nuestro, con una mayoría de sociedades con socios de control. A primera vista parecería que el nombramiento y remoción de administradores no debiera ser un gran problema, pero esto no es del todo cierto. En

⁴ GUTIÉRREZ URTIAGA *et al.* (2012, pp. 8 y ss.).

⁵ YERMACK (2010, pp. 103-125), MORCK *et al.* (1988, pp. 293-316) y GOMPERS *et al.* (2010, pp. 1051-1088).

⁶ BEBCHUK *et al.* (2009, b, pp. 1263-1317).

jurisdicciones con estas características, la separación entre propiedad y control es sólo parcial, por lo que los socios tienen derechos de supervisión, pero también derechos de administración. Lo que sucede es que los únicos que tienen incentivos para ejercitar sus derechos formales –básicamente de voto– son los socios de control, con el fin de alcanzar una mayoría estable o de control en la sociedad. Los costes de agencia se minimizan porque los socios de control ejercen una supervisión férrea sobre los administradores y no dudarán en separarlos de la administración si estiman que sus resultados son insatisfactorios. La lealtad de los administradores, al menos hacia los socios de control, está razonablemente asegurada. El inconveniente, sin embargo, es que la regla del nombramiento por mayoría, y sobre todo, la revocación *ad nutum*, no ha hecho sino agravar el conflicto de interés entre los socios internos y los socios externos⁷. El problema crucial aquí es que los socios internos monopolizan tanto el control como la supervisión del mismo y, paralelamente, no existen mecanismos para obligar a los socios de control a rendir cuentas al resto de los socios, toda vez que no pueden ser excluidos como socios ni separados del control. La experiencia atestigua que la falta de mecanismos de defensa de los intereses de los socios externos abre la puerta a graves problemas de expropiación y de *tunnelling* por parte del socio o socios de control⁸.

La mejor solución para este problema sería optimizar la regulación anti-expropiación, es decir, someter al socio de control a estrictos deberes de lealtad y mejorar la regulación todavía deficiente de las transacciones en las que hay riesgo de expropiación. Se trataría de identificar los mecanismos de expropiación y producir reglas que minimicen tal riesgo. Esta es una labor complicada⁹, en parte porque los expropiadores pueden resultar muy creativos y eficaces en perseguir sus particulares intereses¹⁰ y, en parte, porque se necesitan los esfuerzos conjuntos del legislador y de los jueces para diseñar buenas reglas y hacerlas cumplir¹¹. Adicionalmente se ensayan otros mecanismos que favorezcan la vigilancia de los

⁷ COOLS (2011, p. 205): se argumenta que la regla de la libre revocabilidad de los administradores es contraproducente en los entornos de capital concentrado. La regla es típica de las jurisdicciones de derecho civil y, por ello, podría explicarse como una de las causas de la concentración de capital –la propiedad de una porción mayoritaria del capital social es necesaria para mantener el control sobre el equipo gestor– y también una de las consecuencias de la propiedad concentrada –haciendo lobby por una regla de remoción *ad nutum*, los socios mayoritarios pueden garantizarse el control de la sociedad–. Sobre las relaciones de *path dependence* de las reglas jurídicas en relación con los patrones de propiedad en una jurisdicción dada, v. BEBCHUK *et al.* (1999, pp. 775-808).

⁸ BURKART *et al.* (1997, pp. 693-728) y BURKART *et al.* (2006, pp. 1-31).

⁹ De hecho, la regulación anti *self-dealing* es aún más complicada de lo que se indica en el texto, porque el derecho imperativo, por sí sólo, si bien puede lograr frenar o reducir los niveles de expropiación no necesariamente conduce a la eficiencia.

¹⁰ BERTRAND *et al.* (2002, pp. 121-148).

¹¹ CONAC *et al.* (2007, pp. 491-528).

socios de control, toda vez que no pueden ser amenazados con la exclusión¹². Un lugar preeminente lo ocupa el llamado genéricamente en el ámbito internacional *cumulative voting*, que pretende que los socios externos tengan uno o varios representantes en el consejo. El objetivo es que los socios internos se vean abocados a reducir la extracción de beneficios privados si son observados de cerca por los socios externos. Este sistema puede tener distinta configuración y diseño, y también distinta denominación. En algunas jurisdicciones se llama sistema de voto de lista, en otras, como la nuestra, sistema de representación proporcional.

Es oportuno a este respecto llamar la atención sobre la normativa italiana. El artículo 47-ter del “Testo Unico della Finanza” establece que los socios minoritarios puedan presentar una lista de candidatos para formar parte del consejo de administración. Estas listas compiten con la lista presentada por el socio o los socios de control. La ley garantiza que al menos un consejero (más si así se indicara en los estatutos) debe ser nombrado de la lista que reciba mayor número de votos, sin contar la lista de los mayoritarios. Para evitar que los socios de control hagan trampa y presenten una lista minoritaria falsa, los candidatos de las listas minoritarias no deben tener conexiones con la lista más votada, y sólo pueden votar por ella accionistas no afiliados con los socios de control. Esta regulación ha modificado la composición de los consejos de las sociedades italianas y funciona con absoluta normalidad desde el 2006¹³.

En efecto, el problema en los países en los que predominan estructuras en las que hay uno o varios socios de control es que cualquier receta que busque aumentar la sujeción de los administradores a las preferencias de la mayoría de los socios va a agravar –en vez de aliviar– el riesgo de oportunismo de los socios internos¹⁴. Justamente al contrario de lo que sucede en las jurisdicciones en las que el capital de sus sociedades está muy disperso. Por eso es conveniente abordar las normas de nombramiento y cese de los administradores por mayoría con notable cautela. Dicho con otras palabras, los mecanismos de rendición de cuentas a la mayoría favorecen la reducción del oportunismo de los administradores, pero en cambio, se revelan contraproducentes para corregir el problema del oportunismo de los socios de control. Una solución evidente parecería ser la de liberar a la composición del consejo del monopolio de los socios de control, medida que se hace especialmente necesaria en situaciones de conflicto –en cuyo caso, las partes no van a adoptar un acuerdo amistoso para que haya representantes de los socios externos en el consejo (que la mayoría se comprometería a votar en la junta)– o cuando la dispersión del capital, propio de las sociedades cotizadas, impida la contratación –en las sociedades cerradas, sean anónimas o limitadas, lo racional es que la composición del consejo de negocie *ex ante* en el acuerdo de

¹² Sin embargo, DAMMAN (2008, pp. 681-744), construye un sistema para excluir a los socios de control expropiadores.

¹³ VENTORUZZO (2007, pp. 205-251) y NOTARI *et al.* (2006, pp. 533-544).

¹⁴ BEBCHUK *et al.* (2009, b, p. 1295).

accionistas¹⁵-. La vía de permitir que los socios externos nombren algunos –pero, ni mucho menos, todos– los consejeros, incluso contrariando los deseos de los socios de control, se considera una buena medida de gobierno corporativo, en especial en los entornos de capital concentrado¹⁶. Entre sus virtudes, se suele destacar que beneficia el acceso de los socios externos a la información, sobre todo a la que más les interesa, la relativa a las transacciones interesadas y los conflictos de interés, permite profesionalizar el consejo como un órgano de supervisión, con mayor independencia de los ejecutivos y de los socios internos, y ayuda a aquilatar la idea de que el consejo se debe a los intereses conjuntos de los socios, que no necesariamente coinciden con los intereses del socio de control¹⁷.

Con todo, esta regla también tiene sus limitaciones. La más significativa, a mi modo de ver, es que se trata de una herramienta que sólo puede prosperar en manos de un grupo organizado de socios externos, sean inversores institucionales o socios significativos. Únicamente aquellos socios con una participación no desdeñable en la sociedad tienen los incentivos para ejercer los llamados derechos de la minoría. Esto es productivo porque asumen el trabajo de fiscalizar de cerca al socio de control a través de su representante en el consejo, algo que los socios dispersos no están en condiciones de hacer, ni tampoco, dicho sea de paso, los llamados consejeros independientes por sí solos¹⁸. Sin embargo, la contrapartida es que los socios significativos, al igual que el socio de control, manejan su propia agenda. Es decir, sus intereses no siempre están alineados con los intereses de los socios dispersos. Es probable que la entrada de consejeros minoritarios en el consejo contribuya a reducir la *ratio* de expropiación del socio de control y mejorar la gobernanza de la sociedad, a cambio, eso sí, de una participación en los beneficios privados del

¹⁵ Como se argumenta más abajo, de hecho, cuando uno observa los pactos de socios, típicamente el acuerdo explícito de las partes suele reflejar una especie de sistema –convencional, no legal– de representación proporcional: los distintos socios tienen presencia en el consejo razonablemente proporcional a la que tienen en el accionariado, previéndose que si la participación se reduce lo hagan también los miembros en el consejo. Por descontado, ello suele venir acompañado de otras medidas de protección de la minoría (derechos de veto, mayorías reforzadas) que tratan de asegurar el consenso para adoptar determinadas medidas de especial trascendencia.

¹⁶ BAGHAT *et al.* (1984, pp. 339-365), que aportan evidencia de que la reducción de la influencia de los socios minoritarios en la elección de los miembros del consejo reduce la valoración de la sociedad; BEBCHUK *et al.* (2009, b, p. 1301). Asimismo, se utiliza internacionalmente como una medida de la protección de los inversores, LA PORTA *et al.*, (1998, p. 1122).

¹⁷ BLACK *et al.* (1996, pp. 1947-1949) y GORDON (1994, pp. 124-192).

¹⁸ GILSON *et al.* (1991, pp. 875 y ss.), ponen en evidencia que uno de los problemas más acuciantes del diseño de los consejeros independientes no es tanto que sean dependientes de los *controllers*, sino más bien, que lo sean de los socios externos, por cuyo interés velan. Esta circunstancia los hace inoperativos. En el mismo sentido, MACEY (2008, pp. 90 y ss.), argumenta que sólo los *dissident directors* nombrados por un activista institucional son capaces de oponerse a los *controllers* y mejorar el valor de la empresa; VENTORUZZO (2011, pp. 105-144), denomina a los consejeros minoritarios una suerte de consejeros superindependientes de los *insiders*.

control¹⁹. Esto en principio es razonable porque, a fin de cuentas, realizan una labor costosa de la cual se beneficiarán el resto de los socios externos²⁰. El riesgo, no obstante, es que no es descartable que se pudieran llegar a alcanzar equilibrios improductivos en el seno del control. Entonces, los consejeros minoritarios se coaligarían con los socios de control en la extracción de beneficios privados, y su presencia dejaría de rendir réditos a la protección de los socios externos.

Con todo, la presencia de socios significativos externos al control se revela más prometedora que problemática para el gobierno de las sociedades. Lo que a la postre significaría mayores garantías para los inversores, y con ello, mayor desarrollo y dinamismo de los mercados de capital²¹. En efecto, la evidencia coincide con la perspectiva de que los inversores asocian la presencia de socios significativos externos o disidentes de los internos con un mejor comportamiento del valor de las acciones en el mercado²². Desde esta óptica, el Derecho deberá buscar las herramientas para impulsar que emerjan tales inversores –como por ejemplo, facilitar los mecanismos para asegurar el mejor rendimiento de su inversión, entre los que estaría el sistema de representación proporcional– toda vez que no es muy halagüeño que socios con un *stake* importante inviertan a ciegas en sociedades controladas por otros.

De hecho, es muy ilustrativo que cuando los socios son sofisticados y pueden contratar –el caso de sociedades importantes con un número reducido de socios– adoptan una estructura del consejo de corte similar al diseñado por el sistema de representación proporcional. Los acuerdos de accionistas dan buena prueba de ello. Dicho de otro modo, la entrada de los socios significativos al consejo de administración es el pacto que alcanzarían las partes si tuvieran poder de negociación y capacidad de contratar, y lo que hace la regulación en este punto es sustancialmente aproximarse a la voluntad hipotética de las partes en entornos como los bursátiles, en los que la contratación explícita sobre estas cuestiones es inviable. De ahí que la regulación a este respecto sea paradigmática de las sociedades cotizadas, no porque no sea oportuna en las no cotizadas, sino simplemente porque la experiencia atestigua que los socios pactan organizarse mediante un consejo de

¹⁹ Nótese que un consejo en el que estén representados los intereses de los accionistas minoritarios significativos puede contribuir a reducir la extracción de beneficios privados, ya que se vuelve más competitivo por la presencia de más jugadores, BENNEDSEN *et al.* (2000, pp.113-139).

²⁰ La teoría económica considera que los socios de control llevan a cabo un trabajo, el de controlar la sociedad, que redunde en beneficio de todos los socios, por lo que se les debe retribuir con una parte de los beneficios privados. De otra manera, nadie tendría incentivos para controlar. El problema es cuando la cuantía de beneficios privados excede del nivel óptimo, y se convierten en expropiatorios, GUTIÉRREZ URTIAGA *et al.* (2010, pp. 1-46).

²¹ PAZ-ARES (2004, pp. 7-60).

²² HOLDERNESS *et al.* (1985, pp. 555 y 557).

administración en buena medida para que los socios –minoritarios, pero significativos– accedan a participar en la sociedad a cambio –entre otros– de representación en el consejo.

Sin embargo, frente a este planteamiento, la estrategia que con frecuencia hemos seguido es justamente la contraria, la de obstaculizar y desincentivar a los socios significativos activos. Las respuestas jurídicas se han alineado generalmente con los grupos de control, en el entendimiento de que la influencia de los socios externos perjudica el *status quo* de las sociedades.

1.2. La desconfianza doctrinal hacia el sistema de representación proporcional

Hemos dicho que el gobierno corporativo busca reforzar la protección de los socios minoritarios y, de hecho, esta es la medida que se usa habitualmente para evaluar la calidad del Derecho de una jurisdicción dada. Buen derecho está correlacionado con altos niveles de protección de los socios minoritarios y baja expropiación. Esta es la información con la que cuentan los inversores extranjeros para decidir si invertir o no en un país. En este sentido, los trabajos empíricos advierten que la presencia de accionistas significativos activos e influyentes está asociado generalmente a un mayor beneficio de los inversores externos y a sociedades más eficientes²³.

Pero tradicionalmente, antes de que se conocieran y se (mal)asumieran los altos –en términos relativos, dado que son países desarrollados– índices de expropiación de los países de Europa continental²⁴ el paradigma dominante era otro. Se decía que los socios minoritarios no están interesados en participar en el gobierno de la sociedad. Como son socios de carácter financiero –meros “inversores”– y racionalmente apáticos, no tienen incentivos para involucrarse en la sociedad, salvo con fines probablemente espurios. La única protección provechosa –proseguía el argumento– la proporcionarían las reglas de transparencia de la regulación del mercado de capitales.

Pues bien, a nadie se le escapa que esta línea argumental ensalza las virtudes de los socios mayoritarios, pues *a contrario* ellos serían quienes sí se comprometen de forma estable con la sociedad, prestando desinteresadamente sus servicios. *Ergo*, la regla de la mayoría que sustenta el derecho exclusivo de los socios mayoritarios de nombrar administradores sería eficiente porque brinda cohesión, unidad y estabilidad a la sociedad (lo que no dice es que la regla de la mayoría es también fuente de conflictos de intereses, porque genera beneficios privados a los socios de control a costa de los socios externos, que es justamente el problema esencial que se debiera combatir).

²³ La literatura de económica ha reconocido que la presencia de socios significativos externos al control son beneficiosos para los inversores porque incrementan el control y la vigilancia interna: BRAV *et al.* (2008, pp. 1730-1731) y KLEIN *et al.* (2009, pp. 188-189).

²⁴ DYCK *et al.* (2004, pp. 537-600).

Este discurso, de todos conocido, ha ido revisándose, más por obligación que por devoción, en los países de nuestro entorno con el cambio de siglo, pero en cambio, sigue bien asentado en nuestro país. Todo parece indicar que en esta carrera por señalar y dar credibilidad a la bondad de nuestro sistema jurídico, nos estamos quedando irremediabilmente atrás. Nuestra legislación no parece tener intención de seguir la senda de reformas de otras jurisdicciones vecinas en favor de reforzar la protección de los socios externos²⁵, y lo que es aún peor, nos empeñamos en marchar en dirección contraria. El caso del nombramiento de consejeros por parte de los socios minoritarios es paradigmático en este sentido.

En efecto, nos diferenciamos de otros países Europeos en que la regla de la representación proporcional no es una recién llegada en nuestro derecho. Y también nos distingue el que, teniéndola de antiguo, no la tenemos en alta consideración²⁶. De hecho, la regla siempre ha contado con notorio descrédito de su lado. En tiempos más recientes, la actitud, en vez de enmendarse, no ha hecho sino acentuarse. La línea de resistencia más firme es la que tiene la intención de desterrar a los administradores nombrados por los minoritarios de los consejos de las sociedades cotizadas, que es justamente dónde tendrían sentido (en las sociedades cerradas, como ya se ha advertido, la contratación entre socios es la vía más fructífera para atajar la expropiación)²⁷. Como es fácil de imaginar, la acusación más intuitiva desde el paradigma dominante es que rompe la sacrosanta uniformidad del control –representada por la regla de la mayoría– desatando luchas internas y parálisis en la toma de decisiones. A esto se añaden antiguos recelos sobre la minoría absentista y dispersa que ni puede ni quiere contribuir al gobierno de la sociedad. Este prejuicio está muy asentado en nuestra doctrina, que no ha hecho más que repetir la misma idea como si su repetición fuera a convertirla en cierta²⁸. La descalificación ha calado hondo y ha ido contagiando sin mayor resistencia los distintos estratos de la comunidad jurídica.

²⁵ ENRIQUES (2009, pp. 477-513).

²⁶ A diferencia de la doctrina italiana, que hace un análisis más ponderado de los consejeros minoritarios, y eso que su adopción es más reciente y novedosa: v. MONTALENTI (2006, p. 995) y BELCREDI (2005, pp. 861 y ss.).

²⁷ Sin embargo, es un lugar común en nuestra doctrina entender que el sistema de representación proporcional sólo tiene sentido en las sociedades cerradas. Esta consideración, acaso no del todo reflexiva, no se basa en criterios relativos a la finalidad de la regla. Más bien parece asentarse en ideas preconcebidas desde antiguo sobre las sociedades abiertas, como la dispersión del capital y el desinterés de los inversores en la participación social, que preconizarían la supuesta inoperatividad de la regla, por todos, JUSTE MENCÍA (1995, p. 273).

²⁸ GARRIGUES (1976, p. 46). La expresión formalista reprocha –desde una perspectiva dogmática– la propia derogación del principio mayoritario, argumentando que el sistema de representación proporcional “hurta” la competencia para el nombramiento de la junta, atribuyéndosela a un grupo de accionistas, MARTÍNEZ SANZ (1992, p. 20), SÁNCHEZ CALERO, (2007, p. 495) reclama su supresión; RONCERO SÁNCHEZ (2008, p. 191) recoge el manido argumento de la incapacidad de la minoría para agruparse.

El peligro ahora viene de la mano de los jueces. Por si fuera poco, se está consolidando una doctrina –que vamos a llamar la doctrina del competidor– que refuerza aún más el poder de los *insiders* en el gobierno de nuestras sociedades. El objetivo a batir sería nuevamente el sistema de representación proporcional, que si ya tenía escasa aplicación, la nueva doctrina deja desarticulado sin remedio. Esta doctrina se basa en la sospecha de que los consejeros nombrados por los socios minoritarios son unos infiltrados en el núcleo de poder de la sociedad con la intención de espiarla y debilitarla. Y el sistema de representación proporcional un caballo de Troya normativo, que deja al descubierto un flanco débil de la fortaleza societaria. La legalidad, proseguiría el argumento, está llamada a corregir con urgencia esta vulnerabilidad.

2. Manual de instrucciones para desarticular el sistema de representación proporcional

El sistema de representación proporcional es una de las materias de nuestro derecho societario que más seriamente ha puesto a prueba las habilidades de los abogados de empresa. La razón fundamental es que junto a las cuestiones legales de mera operatividad del sistema –debido a la defectuosa formulación y redacción de la ley, la agrupación de acciones origina problemas de orden matemático, y una lista abierta de cuestiones prácticas sin resolver en su aplicación– plantea serios problemas de armonización sistemática con otras normas legales²⁹. Es justamente en este terreno en el que se han concentrado los mayores esfuerzos para restringir la aplicación de una regla que no es del agrado de los socios de control. Las líneas de actuación, aprovechando los importantes descosidos del sistema, han sido básicamente dos: tratar de remediar el nombramiento de los *minority directors* y, en caso contrario, provocar su sustitución por administradores nombrados por la mayoría. La primera línea de actuación se basa en desactivar el supuesto de hecho para que opere el sistema de representación proporcional que, como es sabido, es un derecho de cuota variable: se basa en la existencia de vacantes. A este respecto, las estrategias que se han ensayado de manera exitosa han sido la de cubrir las vacantes de forma anticipada mediante el sistema de cooptación y la práctica de reducir el número de sillas en el consejo, sospechosamente encaminada a impedir que el cociente de la proporción entre consejeros y capital abran el paso a la minoría en la cobertura de vacantes. Sobre estas cuestiones hablaremos a continuación en este apartado.

La siguiente fase tiene que ver con la remoción de los administradores nombrados por el sistema de representación proporcional, seguido de la provisión de la vacante al margen del mecanismo de suplentes. De los argumentos para alcanzar tal propósito daremos cuenta en los subsiguientes apartados. Lo que importa ahora reseñar es que ambas aproximaciones se benefician del diseño defectuoso del sistema legal pero sobre todo

²⁹ La doctrina que se ha ocupado de estas materias es plenamente consciente de la ausencia de una reglas mínimas de coordinación, e incluso se han preocupado de proporcionarlas, JUSTE MENCÍA (2006, pp. 345-351) y RONCERO SÁNCHEZ (2008, p. 190).

explotan un mismo prejuicio de fondo, que nace del descrédito que entre nosotros tiene la institución y que se sustancia en una rebaja de la protección legal de los socios externos. Tanto la doctrina como la jurisprudencia han reducido la aplicación de la regla *al interpretar que el sistema de representación proporcional no es un auténtico –e irrenunciable– derecho de la minoría*³⁰, ni los administradores así nombrados auténticos representantes de socios externos o minoritarios³¹. Vaya por delante que el fondo del asunto no es retórico, no tiene que ver con enredos semánticos o dogmáticos en torno a los derechos-función, facultades, derechos facultativos, ni otros varios que se quieran suscitar. Lo que importa subrayar es que la noción es meramente instrumental, y se refiere a herramientas de gobierno societario refrendadas por la ley para proteger de manera creíble los intereses de los socios externos. Pues bien, siguiendo con lo que importa, los recelos se asientan en la creencia que asevera en clave de principio que el monopolio de la legitimidad para poner y quitar administradores reside en la mayoría de los socios, *ergo*, en la práctica, única y exclusivamente en los socios mayoritarios, si los hay.

La primera línea de resistencia a la que me he referido trata por lo tanto de rebajar la aplicación del derecho de los socios externos a nombrar consejeros priorizando el interés de la mayoría a obstaculizarlos. Se busca, en definitiva, devaluar la protección de los socios externos bajo la persuasión de que la ley no manda optimizar o maximizar la protección de un derecho, sino que más bien se trata de acompañar normativamente el ejercicio de una facultad o de un derecho débil, en tanto que subordinado. En esta línea se enmarcan las siguientes actuaciones: exacerbar el sistema extraordinario de cooptación [v. *infra*, a)], y reducir el tamaño del consejo [v., *infra*, ii)].

(i) El mecanismo de cooptación está previsto para impedir el funcionamiento de consejos incompletos cuando la vacante se produce entre juntas, y durante el plazo para el que fueron nombrados los administradores. Es, por así decirlo, *una regla de orden que sólo despliega valor provisional o interino*. Lo que sucede, es que en ocasiones las reglas de orden son muy poderosas y su ejercicio repetido, obligado y mecánico las hace inapelables. En el caso que nos ocupa, los socios de control se han valido de un procedimiento de emergencia o de seguridad cuyo fin es mantener en marcha el funcionamiento del consejo y evitar su parálisis para influir de forma decisiva en el sistema societario de nombramiento de los administradores, que necesariamente es potestad de los socios, sea por la mayoría o por la minoría. Y esto es así porque, debido a un tecnicismo, de facto el nombramiento interino del administrador se hace imposible de extinguir formalmente llegado el momento de celebrar la junta. Lo cual no tendría mayor relevancia si el resultado de la elección por parte

³⁰ JUSTE MENCÍA (1995, pp. 273 y ss.).

³¹ La doctrina entiende que el término “representación de la minoría” es una metáfora, pero que son consejeros como los demás, y han de defender los intereses sociales (v., por todos, las referencias bibliográficas recogidas por JUSTE MENCÍA (1995, p. 266, nota 3). No tengo duda de que los consejeros están sometidos a la cláusula de interés social, pero eso no significa que necesariamente ahí se agote su papel. A mi entender existen pocas dudas al respecto desde el momento en que reconocemos abiertamente que hay consejeros ejecutivos y consejeros dominicales, que “representan” a los socios de control.

de la junta dependiera exclusivamente del principio mayoritario: la interinidad se extinguiría si el administrador no resultara ratificado en el cargo. Pero importa –y mucho– si la ausencia formal de vacante impide la agrupación de la minoría.

Con todo, se trata de un falso problema, correctamente diagnosticado por la doctrina más atenta. Un mero análisis de la finalidad de las normas en juego debería poder deslindar sin gran dificultad los conceptos de caducidad del nombramiento provisional –que pertenece al sistema de mantenimiento automático de la maquinaria societaria– del de vacante efectiva a efectos del sistema de toma de decisiones societario³². En buena lógica, la agrupación debería poder realizarse con el fin de cubrir en sede de junta de manera definitiva vocalías hasta el momento cubiertas en sede de consejo de manera que es intrínsecamente provisional y claudicante. Pero la *vis atractiva* de las reglas automáticas y procedimentales –cuya certidumbre parece hacerlas más obligatorias a nuestros ojos– unido al sesgo mayoritario favorable a la prevalencia de las reglas de la cooptación, conduce a que este desajuste normativo se haya convertido tradicionalmente en un impedimento de primer orden para la aplicación del sistema de representación proporcional³³. Ni que decir tiene que los desórdenes procedimentales sirven de reclamo pudoroso para los juristas, que han invertido importantes esfuerzos para que las reglas en juego se acompañen formalmente –y quizás, sin pretenderlo, fatalmente en contra del derecho de la minoría³⁴–. A la postre, la práctica –el juego repetido– ha acabado legalizando la pretensión de los socios de control de consolidar el nombramiento provisional como definitivo, sujeto simplemente a un mero trámite de ratificación en la junta cuya mayoría detentan. El resultado es que la facultad de cooptación puede pasar a ser, de manera accidental e inevitable, casi el procedimiento regular de nombramiento de administradores³⁵ y no la insólita excepción.

³² En este sentido, y con razón, JUSTE MENCÍA (2006, pp. 349-350).

³³ La doctrina tradicional viene entendiendo que el tecnicismo del art. 145.2 RRM cierra la posibilidad a la existencia de vacante, y por lo tanto, a la aplicación de la norma societaria que protege el derecho de la minoría, lo cual es una interpretación formalista, en vez de finalista, RONCERO SÁNCHEZ (2008, p. 103) y MARTÍNEZ SANZ (1994, p. 398). Con todo, la doctrina más atenta ha identificado el problema y ha denunciado la desactivación por esta vía del sistema de representación proporcional. Se ha intentado además procurar soluciones ancladas en el derecho vigente para que la racionalidad del sistema societario prevalezca, JUSTE MENCÍA (2006, pp. 347 y ss.).

³⁴ En principio, parecería que la racionalidad debería imponerse para facilitar la protección del derecho de minoría garantizado por la ley, que por su naturaleza, está en inferioridad de condiciones y puede encontrar oposición activa por parte de los socios de control. Sin embargo, quienes tratan de coordinar la facultad de cooptación con el derecho de minoría lo hacen, en el mejor de los casos, reduciendo la protección de la minoría a una suerte de “derecho potestativo” que es protegible partir de la notificación de la agrupación. Entonces, y no antes, cabría la impugnación de los acuerdos por fraude de ley, aunque con matices, v. RONCERO SÁNCHEZ (2008, pp. 196-197) y ALCOVER GARAU (1994, pp. 99-100).

³⁵ Nótese de nuevo que las reglas de cese y de nombramiento son inescindibles: el cambio de administrador se encubrirá a través de la dimisión del administrador, cobertura de la vacante por cooptación y posterior ratificación del acuerdo, MARTÍNEZ SANZ (1994, pp. 398, 459 y ss.). Tan es así, que la

(ii) Otra estrategia común para obstaculizar el ejercicio del derecho de representación proporcional consiste en que la junta modifique la estructura y/o composición del órgano de administración. En aquellas sociedades que no pueden renunciar al consejo, pueden sin embargo frustrar la agrupación reduciendo el número de vocalías. Por lo común se trata de un acuerdo mayoritario dado que los estatutos suelen disponer de un número máximo y mínimo de consejeros, en vez de cifrarlo en un número exacto, que obligaría a modificar estatutos. Sorprendentemente esta práctica está aceptada y tolerada, amparada en la legalidad absoluta y sin cortapisas del principio mayoritario. Doctrina y jurisprudencia vienen entendiendo que es una facultad de la junta y que por ello, la puede ejercitar libremente cuando la mayoría lo estime oportuno³⁶. Que es tanto como admitir que el acuerdo no puede ser abusivo, y en consecuencia, su impugnación resultará infructuosa. Este es el tratamiento convencional de la cuestión.

Puestas así las cosas, parecería que nadie ha podido siquiera sospechar algo a todas luces evidente, y es que *si potencialmente la reducción de vocalías puede impedir de facto el derecho de la minoría, la mayoría está inmersa en un claro conflicto de intereses*. En otras palabras, puede sospecharse que los socios de control alberguen un interés –privado y particular, y no en beneficio del conjunto de los socios– de no compartir el poder de decisión en el seno del consejo con representantes de la minoría o, incluso, de impedir la mejor supervisión que suponga la presencia de tales representantes en el órgano de administración. Por ello, lo razonable es que para evitar que los socios de control puedan tener la tentación de adoptar una decisión social –la reducción de vocalías– con el único objeto de satisfacer sus intereses particulares –cerrar el paso a la representación minoritaria en el consejo– se deberían aplicar analógicamente las reglas previstas para cuando se presentan este tipo de situaciones, las reglas de conflictos de intereses. El mismo tratamiento correspondería a cualquier otra decisión social que pudiera frustrar el derecho de minoría. Asimismo, esto es especialmente necesario en aquellas sociedades en las que hay luchas de poder internas o alta conflictividad entre socios, porque es justamente en estos escenarios en los que la minoría tiene fuertes incentivos para ejercitar el derecho de estar representada en el consejo y la mayoría a su vez está interesada en evitar que prospere la iniciativa.

Cuestión distinta es si la regulación sobre conflictos de intereses societarios está bien engrasada en nuestro ordenamiento. Y todo parece indicar que no es así. Sobre esta cuestión se volverá más adelante. En lo que aquí compete, dos observaciones resultan pertinentes.

doctrina reclama que se adapte la realidad a la ley, y se reconozca como procedimiento ordinario, en vez de extraordinario. SÁNCHEZ CALERO (2007, p. 518).

³⁶ La jurisprudencia ha venido bendiciendo estas maniobras con gran generosidad. Al respecto, v. ALCOVER GARAU (1994, pp. 88 y ss.). La posición de la doctrina es algo más matizada, v., por todos, MARTÍNEZ SANZ (199, pp. 108-109 y nota 78) y JUSTE MENCÍA (1995, pp. 320-321). El único límite que la mayor parte de la doctrina alega es que no se pueden lesionar los intereses de la minoría que ya ha ejercitado el derecho.

Primero, en nuestro derecho de sociedades las reglas sobre conflictos de intereses están fundamentalmente circunscritas a las decisiones del consejo de administración. Es oportuno recordar que la existencia de conflictos de intereses es consustancial a la relación de agencia: al delegar un amplio poder de decisión, se genera asimismo el riesgo de utilizar tal poder de manera interesada. Por eso debe existir un contrapeso entre discrecionalidad y rendición de cuentas, que se sustancia fundamentalmente en reglas de impugnación –o de responsabilidad, en su caso– y de conflictos de interés. Lo que sucede es que en los entornos en los que el capital está muy concentrado, los socios de control deciden directamente a través de la regla de la mayoría en la junta, e indirectamente a través del nombramiento de los administradores en el consejo. En consecuencia, los conflictos de interés pueden originarse en ambas sedes. Contamos, en efecto, con reglas profilácticas para supervisar las decisiones del consejo –lo que no significa que escapen del escrutinio judicial– pero no así para decisiones de la junta³⁷. Como es sabido, en la mayoría de los ordenamientos la regla rectora se basa en que la parte interesada no intervenga en la aprobación de la decisión. Una regla de estas características –aunque defectuosa– se contempla de manera parcial en el caso de la sociedad limitada (art. 190 LSC)³⁸, pero sorprende su ausencia en sede de sociedad anónima. Máxime cuando una de las innovaciones más populares del gobierno corporativo consiste en la regla de la mayoría de la minoría para arbitrar situaciones de conflicto entre socios de sociedades cotizadas³⁹.

Segundo, la doctrina española que se ha adentrado en la materia de los conflictos de interés *ha obviado los conflictos en la adopción de decisiones de carácter interno*. Con actitud restrictiva no impuesta ni contemplada en la letra de la ley (art. 229 LSC), se han venido equiparando los conflictos de interés con las transacciones de *self-dealing*, con operaciones *ad extra*, dejando fuera otro tipo de decisiones interesadas⁴⁰. Qué duda cabe que la retribución de los

³⁷ La regla de “la mayoría de la minoría” está bien asentada en los Estados Unidos y en el Reino Unido, y poco desarrollada en Europa continental, probablemente porque aquí los socios de control tienen más de poder de voto y de influencia en la legislación, en este sentido, DAVIES *et al.* (2009, p. 167). El único país de nuestro entorno que ha avanzado en esta dirección es Francia –art. L. 223-19 (SARL) L. 225-40 (SA)– que somete a la aprobación de la junta las operaciones vinculadas que no sean de rutina.

³⁸ Por su parte el § 47 GmbHG prevé la aprobación de los socios minoritarios, pero siempre que esté previsto en los estatutos o sea requerido por los administradores.

³⁹ BAINBRIDGE (2002, p. 336), STRINE (2005, pp. 673-696), DJANKOV *et al.* (2008, p. 430) y BEBCHUK *et al.*, (2009, b, p. 1298).

⁴⁰ Esta perspectiva se aprecia con suma claridad en la doctrina, v. por todos, RIBAS FERRER (2011, pp. 1636 y ss.). En general, se suelen descartar los conflictos internos por considerar –erróneamente– que no ocasionan un daño patrimonial a la sociedad, v. SERRANO CAÑAS (2008, pp. 50 y ss.). Conviene recordar que los conflictos de intereses –que están en la base de los costes de agencia– han de ser combatidos por generar conductas ineficientes, más allá de la evitación o la reparación del daño en sentido estricto –se suele poner como ejemplo en la literatura económica el *shirking* u holgazaneo de los administradores–. De hecho, los casos más relevantes son aquellos en los que aparentemente la conducta desleal no provoca un coste patrimonial para la sociedad. Esta perspectiva está perfectamente clara en los entornos de *Common*

administradores, los paquetes de pensiones, los blindajes, las decisiones sobre si fichar a un director financiero que casualmente es hijo del CEO o el propio nombramiento por cooptación para cubrir una vacante, constituyen típicamente decisiones potencialmente interesadas y como tales deben ser tratadas. Es más, los acuerdos paradigmáticos a este respecto consisten en (mal)usar la discrecionalidad sobre el gobierno interno para atrincherarse. En esta línea entrarían los acuerdos societarios dirigidos a alterar en alguna medida la estructura del consejo, tales como el de eliminar vocalías o consejeros independientes, que más allá del propósito confesado, podrían acarrear asimismo el resultado de restar supervisión interna y relajar los mecanismos de rendición de cuentas de los socios de control, es decir, de rebajar la calidad del gobierno corporativo⁴¹.

A mi entender tales decisiones deberían ser impugnables, con independencia de que haya o no vulneración de norma, reglamento del consejo o recomendación de buen gobierno (¿no conforman acaso toda esta reglamentación las reglas del juego, la carcasa legal de la organización societaria, que recordémoslo, es de naturaleza contractual?). Con todo, deberían ser impugnables simplemente porque suponen un incumplimiento de lo pactado. En efecto, las partes se han dado unas reglas para ir completando el contrato a través del sistema de decisión de la sociedad. Y han convenido en que los acuerdos así adoptados no pueden perjudicar los intereses de los socios externos, que están tutelados frente al poder de la mayoría por la cláusula de interés social *ex art.* 204 LSC (bien mirado, buena parte de la reglamentación no hace sino explicitar la protección embebida en la cláusula general)⁴². Siguiendo este argumento, entiendo que *ex ante* deberían estar sujetas a las reglas sobre conflictos de intereses, que para eso están, para salvaguardar el interés social frente al interés privado del socio de control o con poder de decisión.

Law, pero es difícil de acomparar con las categorías tradicionales del derecho continental (muy ilustrativo es el trabajo de JOHNSON *et al.* (2000, pp. 22 y ss.), en el que los autores no dan crédito a las soluciones que ofrecen los jueces franceses o italianos, a supuestos que serían “casos de manual” para cualquier juez norteamericano).

⁴¹ Hay un paralelismo entre estas actuaciones de *entrenchment* en nuestro ordenamiento, con otras ensayadas en otros entornos legales, como provisiones estatutarias sobre *staggered boards*, o las *poison pills* en los estados norteamericanos. La diferencia es que este fenómeno está bien identificado y es muy criticado por parte de la doctrina más atenta. Los estudios empíricos alertan de que los acuerdos que afectan al atrincheramiento de los administradores reducen el valor de la empresa, v. BEBCHUK *et al.* (2009, a, pp. 783 y ss.) y GOMPERS *et al.* (2003, pp. 107-155).

⁴² La utilización del mecanismo impugnatorio para proteger a los socios sin derechos de control, típico de los derechos de Europa continental, nos ha llevado con frecuencia a asimilar su ejercicio a los dictados del derecho administrativo, dónde son comunes. Sin embargo, el derecho de sociedades es derecho de la contratación privada. El objetivo no es proteger la legalidad en sí misma, sino los derechos contractuales de los socios que carecen de fuerza o de poder de decisión. En buena parte, tales protecciones están explicitadas en la ley o en los estatutos los cuales, vistos así, son meras concreciones del interés social.

3. La fase dos: la separación por parte de la mayoría de los representantes de la minoría

3.1. La doctrina del competidor

Pese a todo, a veces los socios externos no se rinden y consiguen su objetivo de nombrar su representante en el consejo. Entonces, la segunda línea de actuación para desactivar el sistema de representación proporcional se centra en cómo deshacerse del consejero minoritario. Esta estrategia persigue dos objetivos interrelacionados. Primero, separar fácilmente al consejero, y segundo, cortocircuitar el monopolio de la sucesión en manos de la minoría agrupada.

La fórmula que ha concitado mayores éxitos es la del socio competidor. Su propósito es persuadir de que la agrupación constituye la plataforma jurídica que ampararía la consecución de actividades competidoras contra la sociedad. Desde esta óptica, los socios que están detrás de la agrupación –normalmente un socio significativo– perseguirían entrar en el consejo para optimizar su estrategia empresarial a costa de los intereses sociales. Parecería evidente que el ordenamiento, frente a tan grave amenaza, tiene la obligación de reaccionar de forma contundente, no sólo separando al consejero minoritario, sino impidiendo que la minoría agrupada pudiera ejercer en lo sucesivo el derecho a nombrar un representante, que por definición, siempre será desleal. El vicio, proseguiría el argumento, no está en el representante, sino en el representado. De esta forma se estigmatiza a la minoría para participar en el núcleo de control de la sociedad, y se devuelve una renovada legitimidad a la mayoría en materia de nombramiento y cese de los administradores.

Siguiendo esta línea argumental, los socios de control de varias sociedades españolas han conseguido quitar de en medio a los consejeros minoritarios, con el beneplácito de los tribunales y de buena parte de la doctrina. El guión es siempre el mismo: en la junta general se realiza el nombramiento de los consejeros nombrados por la minoría agrupada para que acto seguido la mayoría los cese y nombre sus propios consejeros.

En los últimos tiempos hemos sabido, entonces, que las empresas españolas están infestadas de socios desleales que utilizan la regulación societaria para sacar ventajas competitivas. De momento, los asuntos suscitados ante los tribunales parecen dar buena fe de ello, sin contar los que no llegan a salir a la luz pública, y se negocian en los despachos de los abogados. De ser así, sería un acontecimiento sin parangón en otros países de nuestro entorno. De lo que parece no haber muchas dudas es que la doctrina del competidor se ha convertido en herramienta eficaz para exorcizar a la minoría rebelde y cerrarle el paso al consejo. Es un arma en manos de la mayoría para desalentar a quien pretenda acceder al consejo sin contar con su apoyo, consiguiendo así el objetivo anhelado por los socios de control, desactivar el sistema de representación proporcional.

Pese a la amplia aceptación que concita, la doctrina del competidor carece de buenas asideras jurídicas. Su punto fuerte es la heurística, apelar a la emoción: la amenaza del competidor apela a sentimientos de indignación frente al ataque y refuerza el instinto de defensa, lo que hace que en vez de tratar de ver qué hay de verdad, busquemos solucionar la imagen del problema que nos hemos forjado. En otras palabras, para resolver una pregunta difícil –¿es legítimo que la mayoría prive a la minoría del derecho de nombrar representantes en el consejo?– nos hacemos otra fácil, pero inexacta –¿es lícito responder con contundencia frente a la hostilidad y el ataque del enemigo?–. Pero si diseccionamos el argumento y pasamos sus presupuestos por el tamiz del escrutinio atento descubriremos que no se sostienen con la firmeza que aparentan.

Pues bien, diseccionar la doctrina del competidor es la tarea que me propongo realizar a continuación. Las vértebras de esta doctrina son básicamente dos: la articulación del mecanismo del cese *ex art. 224.2 LSC* para separar *per se* al administrador con conflictos estructurales con la sociedad (*v., infra, IV*), y la inhabilitación del socio para nombrar sustitutos al administrador removido (*v., infra, V*). Pero antes de entrar de lleno en materia, es oportuno hacer un breve paréntesis para clarificar otra cuestión que afecta de lleno en el debate. Me refiero a la cuestión relativa al sistema del cese de los administradores nombrados por el sistema de representación proporcional, de la que se dará cuenta a renglón seguido.

3.2. El caso del cese del consejero minoritario

(a) Una de las cuestiones tradicionalmente discutidas respecto al derecho de representación proporcional se refiere al mecanismo de separación de los administradores nombrados por la minoría agrupada. La discusión se venía planteando en los siguientes términos: la regla de remoción *ad nutum* es la vía ordinaria para separar a los administradores, pero a su vez, su aplicación permitiría en la práctica que el administrador nombrado por la minoría fuera cesado por la mayoría, lo que podría resultar abusivo y justificaría pasar a la remoción *ad causam*. Ante esta tesitura, la balanza se inclinaría hacia un lado o hacia el otro en función de si se subraya la identidad de todos los administradores –apoyándose en las reglas generales de cese⁴³– o la especialidad de los consejeros minoritarios –apoyándose en las reglas de nombramiento⁴⁴–. El debate parece que de momento lo ha zanjado el Tribunal Supremo, al establecer que tanto los administradores nombrados por la mayoría, como los nombrados mediante el sistema de representación proporcional pueden ser destituidos *ad nutum*, con el sólo sometimiento a los límites generales al ejercicio de cualquier derecho.

A mi entender, esta disyuntiva es difícil de superar satisfactoriamente en los términos estrechos en los que está planteada la discusión. Las insuficiencias de la regulación societaria en esta materia solo pueden ser superadas analizando las reglas de

⁴³ GIRÓN TENA (1952, p. 346).

⁴⁴ POLO SÁNCHEZ (1992, pp. 214 y 225-230).

nombramiento y de cese de manera conjunta y sistemática. Se trata de indagar el fundamento y la mecánica de la separación ordinaria o *ad nutum* [v., *infra*, (i)] y su ensamblaje con la separación extraordinaria o causal [v., *infra*, (ii)].

(i) Para empezar, no cabe desconocer el fundamento común de ambas reglas, las de nombramiento y las de cese. Ambas reglas proceden, como no podía ser de otra manera, de un origen común: el mandato, que es el modelo clásico, y todavía hoy el central, de actuación por cuenta y en interés ajeno (no es el único: hay otras vestiduras jurídicas de las conductas por cuenta e interés ajeno, como el contrato de servicios o el de trabajo). En este sentido, se puede decir que la posición de los administradores como agentes del interés común de los socios (el interés de la sociedad) se asemeja en cuanto a su origen y finalidad a la del mandatario en una relación de mandato⁴⁵. *Aún cuando el cargo y la función del administrador está configurada en el contrato social, es un cargo designado, y que puede revocarse en cualquier momento.* En la base de la relación se asienta la idea de que el representante rinda cuentas y, al tratarse de una relación de confianza, que el principal pueda cesarlo libremente. Por eso, como es lógico, la legislación de sociedades establece el principio de libre revocación de la mayoría a los representantes nombrados por ella. Y justamente aquí reside la clave. La ley establece la regla conforme a la cual quienes nombran a los administradores podrán separarlos libremente. Consecuentemente, y a falta de regla expresa, el mismo criterio se debería aplicar a los representantes nombrados por la minoría: los consejeros nombrados por el sistema de representación proporcional deberían poder ser cesados *ad nutum* por la minoría⁴⁶. Ésta, a mi juicio, es la mejor interpretación de las normas que defectuosamente ensamblan el sistema legal de cese de los administradores con el de la representación proporcional.

Desde esta óptica, los consejeros nombrados por la minoría son auténticos representantes de sus intereses, son auténticos consejeros de los socios agrupados (no en vano el término “consejeros minoritarios” ha cundido en la doctrina italiana). Lo cual no quiere decir que sean administradores “particulares” de la minoría designante. Lo mismo que los administradores elegidos por los socios mayoritarios de control tampoco son administradores “particulares” de éstos, aunque se los denomine como dominicales. A mi juicio, esta circunstancia debiera admitirse del mismo modo que se admite que los administradores nombrados por la mayoría están vinculados a los socios de control, si los

⁴⁵ En este sentido, v. por todos, PAZ-ARES (1991, pp. 1452 y 1456 y ss.). Con todo, el régimen legal del mandato –incluso del mandato colectivo– no explica todos los rasgos de la relación de los administradores con la sociedad y con los socios. Por citar un ejemplo, la ratificación del mandante hace válido y exonera de responsabilidad al mandatario (art. 1259 CC), lo que no ocurre en el ámbito societario (art. 236.2 LSC).

⁴⁶ La separación *ad nutum* de los representantes de la minoría por parte de quienes los nombraron es la postura tradicional de un importante sector doctrinal, si bien es cierto que el debate posterior se ha enconado en términos disyuntivos, reflejando su posición únicamente en lo que atañe a la defensa de la separación causal de la mayoría de los consejeros de la minoría, GARRIGUES *et al.* (1976, pp. 111-113) y POLO SÁNCHEZ (1992, p. 227).

hay. Por eso justamente se les denomina consejeros dominicales en el ámbito del gobierno corporativo⁴⁷.

Los recelos que pueda acaso despertar la afirmación anterior no tienen que ver con la relación contractual entre el administrador y la sociedad –sea cual sea su vía de nombramiento– sino con la supuesta configuración orgánica de la sociedad, que llevada a sus últimas consecuencias, negaría la existencia de costes de agencia en el perfecto y armónico universo social. Puesto en estos términos, los administradores no serían representantes de los socios, sino de la sociedad: es la sociedad, y no los socios, quien los nombra y los cesa; y sus facultades –se dice– son propias y autónomas, en vez de delegadas y, por lo tanto, dependientes.

A mi juicio, la teoría orgánica ha servido para explicar –si bien de forma artificiosa– la imputación a la sociedad de la actividad representativa del administrador, pero ahí se acaba su fuerza explicativa. En cambio, debería ser revisada en la medida en que impide racionalizar las relaciones contractuales internas que unen a los administradores con la sociedad. Dicho con otras palabras, no podemos perder la perspectiva de que la sociedad no tiene voluntad, ni intereses propios, ni, por supuesto, puede actuar o decidir por sí sola. Al hablar de interés social nos referimos al interés conjunto de todos los socios –quienes a su vez, no conviene olvidarlo, tienen intereses privados que pueden no coincidir con el interés conjunto– y sus decisiones las acaban tomando las personas que tienen adjudicados los derechos de control. Detrás de la sociedad siempre están sus socios y, por ende, sus conflictos. Por eso importa –y mucho– qué grupo de socios tienen atribuido legalmente el poder de nombrar a los administradores. Cuestión distinta es que los consejeros –sea cual sea su naturaleza– estén sujetos al mismo estatuto jurídico y, en particular, a los deberes fiduciarios de lealtad y diligencia. En este sentido, son tan administradores de la sociedad –como persona jurídica– los unos como los otros. Y tan obligados a servir el interés común de los socios, el interés de la sociedad, lo están los unos como los otros⁴⁸.

(ii) Sentado lo anterior convendría aclarar a continuación otro aspecto importante en esta cuestión. La pregunta que nos hacemos es cómo se articula la revocación ordinaria *ex art. 223 LSC* con la revocación extraordinaria *ex art. 224. 2 LSC*. En nuestro derecho de sociedades, la facultad de revocar *ad nutum* es un derecho colectivo, pero el derecho de revocación constituye, en cambio, un derecho individual de cada socio cuando se funda en una causa legítima⁴⁹. Este esquema es perfectamente reconocible en la regulación de las sociedades de capital. Junto a la facultad general (art. 223 LSC), la ley tipifica un supuesto

⁴⁷ Los códigos de buen gobierno han explicado que la presencia de consejeros dominicales está relacionado con la concentración de la propiedad y con la manera de ejercer el control. Los grupos de socios con mayor peso están llamados a tener sus representantes en el consejo. Claramente, esto no ocurriría si la propiedad está muy dispersa, entonces los consejeros no ejecutivos serían, sencillamente, consejeros externos.

⁴⁸ SALELLES CLIMENT (2011, pp. 1750 y ss.).

⁴⁹ PAZ-ARES (1993, pp. 1459 y ss.).

excepcional de causa justa de revocación (art. 224. 2 LSC). Se trata, por lo tanto, de dos vías de destitución con finalidades normativas bien distintas. La destitución *ad nutum* se fundamenta en la relación de confianza que sustenta la relación de mandato⁵⁰, mientras que la revocación causal gravita sobre la defensa del derecho de cualquier socio frente al administrador desleal, que previsiblemente ha sido promovido y mantenido por la mayoría –o por la minoría–. La justificación de esta vía excepcional de destitución reside en que no se puede exigir a ningún socio que tolere o soporte conductas del administrador que van en detrimento del interés de la sociedad⁵¹.

Lógicamente, el socio que desea revocar debe lograr el acuerdo de los demás conforme a las reglas de la mayoría. Parece claro que el acuerdo se alcanzará con más facilidad si el socio denunciante está avalado por el grupo de control, pero no debemos olvidar que el ordenamiento impone por algo la cláusula del interés social en la adopción de las decisiones sociales⁵². En efecto, en caso de que no consiguiera el consenso de los otros socios, el socio tiene en su mano impugnar el acuerdo por infracción del interés social. Hasta el momento y con todos sus defectos, éste el mecanismo previsto para contrarrestar los riesgos de abuso y arbitrariedad de la regla de la mayoría: la mayoría tiene el poder de adoptar las decisiones sociales libremente siempre que no perjudique el interés social en detrimento de los demás socios. Dicho con otras palabras, la mayoría está sujeta a deberes de lealtad hacia la sociedad y hacia los demás socios a la hora de tomar decisiones que obliguen a todos. Por eso, en presencia de socios de control los tribunales representan la única protección de la minoría que *de facto* no puede defender su interés *ex ante* a través del voto (no en vano, la impugnación de acuerdos sociales es una regla típica de jurisdicciones con alta concentración de capital). En consecuencia, los tribunales tienen el difícil cometido de supervisar *ex post* que la junta ha tomado en consideración las razones o intereses de los socios minoritarios al acordar la permanencia del administrador denunciado, y de lo contrario, anular el acuerdo.

(b) Pues bien, ya he expresado que a mi juicio la libre revocación debería coordinarse sistemáticamente con las reglas de nombramiento: el administrador nombrado por el principio mayoritario podrá ser cesado por la mayoría, mientras que si lo nombra la

⁵⁰ La relación de confianza está en la base de la libre revocación, aunque nuestra doctrina tradicional ha tratado de sustentar este elemento de la relación de mandato en la teoría orgánica, GARRIGUES *et al.* (1976, pp. 105-106) y GIRÓN TENA (1952, pp. 353-354).

⁵¹ SÁNCHEZ CALERO (2007, p. 153), “la ley [...] ha querido conceder a todo socio una facultad de denuncia de una situación que se considera contraria a los intereses sociales”.

⁵² Está muy generalizado el pensamiento de que la junta es soberana y que la regla de mayoría no conoce límites. No sorprende, por ello, que también afloren este tipo de reflexiones en este contexto. Es común sostener que el socio denunciante sólo es un peticionario y que la junta puede libremente desdeñar su petición –sea porque no está obligada a revocar, o porque es libre de otorgar la dispensa– por lo que en definitiva, la impugnación no llevaría a ninguna parte. V., por todos, MARTÍNEZ SANZ *et al.* (2001, p. 1515) y las referencias que adjunta. Con matices favorables a la impugnación, SÁNCHEZ CALERO (2007, p. 155) y POLO SÁNCHEZ (1992, pp. 269-270).

minoría, en buena lógica, correspondería también a ésta –y no a la mayoría– el cesarlo. En cambio, la revocación excepcional es un derecho que asiste a todo socio para instar el cese de cualquier administrador desleal, con independencia de la fuente de su nombramiento. En consecuencia, si la mayoría –o, en su caso, la minoría– puede revocar *ad nutum* al consejero, no necesita esgrimir justa causa, pues para eso es libre. Al revés, si es un socio el que lo denuncia, la revocación sólo será legítima si se demuestra que el consejero representa un peligro tan grave para el interés social como para estar explícitamente amparado en la ley, cual es hacer competencia a la sociedad. *Lo que la ley no parece amparar es utilizar la justa causa del art. 224.2 LSC para disolver una relación que por ser de confianza, es libremente revocable ex art. 123 LSC.* En principio parecería que la alegación de la justa causa quedaría subsumida en el principio de libre revocación –si se puede destituir al administrador sin causa, cuanto más con ella–. Pero si lo pensamos más detenidamente, enseguida nos apercebimos de que al ser innecesario, desacreditar al administrador puede resultar abusivo o contrario a la buena fe.

Puestas así las cosas, si la mayoría proyectara destituir a los consejeros nombrados por el sistema de representación proporcional, sólo podría recurrir al mecanismo de la revocación excepcional con justa causa. Sin embargo, como ya se ha señalado, el Alto Tribunal ha dado vía libre para que el mecanismo de la revocación ordinaria o sin causa esté a disposición de la mayoría para cesar a los consejeros minoritarios (nótese que la medida es unidireccional, pues los socios minoritarios no pueden de hecho cesar sin causa a los administradores nombrados por la mayoría). Entonces, en buena lógica, la mayoría debe elegir uno de los dos caminos: bien el sistema ordinario, en cuyo caso basta con que la destitución no sea abusiva o contraria a la buena fe, o bien el sistema extraordinario o defensivo, en cuyo caso debe justificar la existencia de la causa tipificada en la ley. Nótese que en el sistema ordinario, el Tribunal Supremo ha establecido que el hecho de que la mayoría destituya a un consejero no nombrado por ella, sino por la minoría, no convierte por sí misma en abusiva a la destitución (STS de 2 de julio de 2008). Sin embargo, la exigencia de obrar conforme a la buena fe obliga a la mayoría destituyente a remover cualquier suspicacia que pudiera invitar a pensar que el objetivo final es frustrar el derecho de la minoría de nombrar sus representantes. No en vano la buena fe vedaría aquellas modalidades del ejercicio de la facultad de cese en las que se advierte ánimo de perjudicar a otros socios o una total o arbitraria desconsideración de sus razones e intereses, en particular, de la minoría que lo nombró⁵³. Por eso, y en buena lógica, el Tribunal Supremo ha matizado su posición y ha considerado ejercicio abusivo de la revocación ordinaria de consejeros minoritarios la alegación de una causa no probada según el art. 224 LSC (STS 24 de noviembre de 2011).

⁵³ En relación con el ejercicio de las facultades acorde con la buena fe en el ámbito societario destacan las aportaciones de PAZ-ARES (1993, p. 1510) en relación con la buena fe en el ejercicio de la denuncia en las sociedades de personas. Sin embargo, hay autores que mantienen una visión estrecha de la buena fe, COLINO MEDIAVILLA (2009, pp. 387-388).

Ahora bien ¿por qué los socios de control buscarían invocar y fundamentar la justa causa *ex* art. 224.2 LSC, si el alto tribunal no pone impedimentos a que la revocación de los consejeros minoritarios sea *ad nutum*? Esto tiene sentido si el objetivo final no es simplemente cesar a los consejeros minoritarios, sino impedir que los suplentes sucedan a los consejeros destituidos en el cargo. Esta estrategia es la que podemos identificar y denominamos como la doctrina del competidor. El reproche de deslealtad contra el administrador constituye la primera pieza de la doctrina del competidor, lo que a la postre servirá para invalidar el derecho de la minoría agrupada y, en consecuencia, para que el nombramiento de las vacantes competa a la mayoría. Esta es la cuestión que corresponde analizar a continuación.

4. Fase tres: la separación del administrador competidor

El primer paso de la doctrina del competidor consiste en relacionar de manera directa y prácticamente automática la existencia fáctica de intereses contrapuestos a la sociedad con la activación del mecanismo de la separación extraordinaria del administrador. Según esta doctrina, para desencadenar la separación bastaría con verter la sospecha de que el consejero minoritario recién nombrado constituye un grave peligro potencial para los intereses sociales (las palabras también importan, y la de “competidor” evoca por sí sola la idea de amenaza, aunque sea solo económica). La consecuencia jurídica entonces no se haría esperar: la amenaza justificaría que la sociedad se defiende casi de manera forzosa activando la separación extraordinaria del art. 224.2 LSC, que al estar respaldada por el bloque de control, encontrará el apoyo necesario para prosperar. Salta a la vista que el principal problema que suscita esta estrategia es el riesgo de utilización oportunista de la separación del administrador por parte de la mayoría. Resulta irónico que un remedio que en principio serviría con mayor probabilidad a los intereses de defensa de los socios minoritarios, acabe convirtiéndose en un arma en su contra. Es por ello prioritario indagar la correcta interpretación de la norma.

En esta tesitura, lo más oportuno es comenzar por tratar de desentrañar el sentido o la funcionalidad de la regla. En el apartado anterior hemos analizado el encaje de la separación extraordinaria en la sistemática del nombramiento y cese de los administradores. Ahora nos corresponde determinar el encaje del cese extraordinario en la regulación sobre los deberes de lealtad de los administradores. El objetivo es entender cuándo y por qué la deslealtad del administrador podría originar su salida del consejo. A tal fin nos atañe delimitar las conductas desleales y su tratamiento normativo, lo que nos obliga a examinar más de cerca el programa legal sobre *self-dealing*. Vaya por delante que la doctrina mayoritaria y los tribunales han resuelto la cuestión sin demasiados miramientos: se nos dice que estaremos ante un conflicto de intereses –y será de aplicación el art. 229 LSC– cuando se planteen situaciones de competencia esporádicas, mientras que el cese

extraordinario vendría a solventar los conflictos estructurales y permanentes⁵⁴. Dicho con otras palabras, bastaría demostrar la mera existencia de una, llamémosla “relación de competencia”, para justificar la separación *ad causam* del administrador. Nada más. No haría falta ni acreditar el conflicto de intereses, ni la infracción del deber, ni el daño efectivo a la sociedad. Una solución nítida y de fácil aplicación, acaso muy del gusto de los juristas positivos, pero que lamentablemente vuelve a estar dissociada de la realidad, que es mucho más compleja de lo que nos gusta admitir.

La tesis que se propone es bien distinta. A mi modo de ver, la separación extraordinaria *ad causam* es un mecanismo de defensa que se caracteriza por dos notas. La primera, que ya ha quedado bien acreditada en el apartado anterior, es que se trata de un instrumento para separar administradores por parte de quienes no intervinieron en su nombramiento (lo que sirve para distinguirla de la separación *ad nutum*). La segunda asevera que la remoción del administrador debe sustentarse en una justa causa, en un incumplimiento grave que lo justifique. Esta perspectiva supone que la norma, tal y como la interpreta la doctrina mayoritaria, peca por exceso –se aplica *per se* en relación con un concepto sumamente elástico de competidor– pero también por defecto –solo se aplica a los consejeros minoritarios–. Los “intereses opuestos a los de la sociedad” no es sino otra manera de referirse a los intereses privados de los administradores y a la infracción del deber de lealtad por anteponerlos a los intereses de la sociedad. El incumplimiento se fundamentaría en la infracción de sus deberes *ex arts. 225 y ss. LSC*. Este rasgo sirve para distinguirla de la separación del administrador que lo fuere de otra sociedad competidora (art. 230 LSC), que simplemente permite destituir al administrador por el mero hecho de simultanear su condición de administrador en dos empresas rivales⁵⁵. Es justamente esta segunda cuestión la que va a ser analizada en este apartado.

4.1. Deberes de lealtad y conflictos de intereses

Para empezar es oportuno abordar el tratamiento legislativo que han merecido las conductas desleales de los administradores a lo largo del tiempo. La literatura económica agrupa todas estas conductas bajo el término genérico de *self-dealing*, y el denominador común de todas ellas es que potencialmente son aptas para la extracción de beneficios privados del control. La perspectiva jurídica de la materia no difiere sustancialmente: se trata de identificar las conductas expropiatorias, se las cataloga como desleales para con los intereses sociales, y se busca ponerlas coto. El derecho de sociedades de los ordenamientos europeos ha desarrollado esta estrategia desde antiguo al amparo de la prohibición de

⁵⁴ Esta conclusión vendría decantada por nuestra tradición doctrinal (ver, *infra*, notas 60 y 61), ajustada a la incorporación de la regulación de conflictos de interés. V. SERRANO CAÑAS (2008, pp. 100-102) y GUERRA MARTÍN (2009, p. 626).

⁵⁵ El presupuesto típico de esta prohibición sería el caso del administrador que posteriormente –y de manera oculta– empieza a ejercer las funciones de administrador en una empresa competidora. Con todo, la presencia de administradores de otras empresas –incluso de su mismo sector– no es raro y, en su caso, bastaría la pertinente dispensa para despejar cualquier duda sobre su nombramiento.

competencia, que se erigió ya en los códigos de comercio –como manda la lógica de los parámetros de la economía del momento– en el paradigma de los comportamientos desleales. Sea o no a través de la prohibición de competencia, la solución tradicional común a todos los ordenamientos ha sido la prohibición de las conductas desleales, que con frecuencia conducía a la nulidad del acto⁵⁶. La flexibilidad en la lógica de este modelo lo daban la autorización o la ratificación de la conducta prohibida por parte de la sociedad. Es fácil apreciar que la estrategia normativa para combatir la deslealtad de los administradores va pareja al régimen previsto para los casos de representación sin poder, dando a entender que los administradores solo pueden ser legítimos agentes y representantes de la sociedad si actúan con lealtad hacia ella. Este modelo es sencillo de aplicar en algunos casos, como en los de autocontratación, pero más complicado de verificar cuando la conducta indeseable tiene que ver con la sustracción de oportunidades de negocio de la sociedad, o con operaciones vinculadas indirectas, a través de otras sociedades. Por ello, cabe pensar que algunos ordenamientos recojan como *ultima ratio* un mecanismo de separación extraordinario *ad causam* del administrador⁵⁷.

Así concebido este modelo tan rígido y propio de las sociedades de personas entró pronto en crisis por resultar excesivamente gravoso para aliviar los problemas de conflicto de interés en las grandes corporaciones –aquejadas de importantes asimetrías de información y altos costes de contratación– y fue quedando en desuso. Paralelamente, la teoría económica puso en evidencia que el *self-dealing* puede ser eficiente, es decir, que no siempre los conflictos de interés son expropiatorios e improductivos para la sociedad y sus socios, sino que en muchas ocasiones pueden ser beneficiosos y productivos⁵⁸. En consecuencia, una regla general prohibitiva absoluta podría conllevar más coste que beneficio. No obstante, la evolución normativa de la materia fue dispar: mientras unas jurisdicciones mantuvieron las bases de la regulación existente sin aplicarla (salvo en casos desmedidos), otras jurisdicciones buscaron otro enfoque alternativo más realista⁵⁹. El nuevo paradigma se aparta del modelo prohibitivo y asume que los conflictos de interés son parte consustancial al control, en vez de una patología. *Allí dónde hay poder de decisión, se producen naturalmente situaciones de conflictos de interés*. El propósito de esta otra regulación no es, por lo tanto, prohibir, sino evitar que el administrador interesado extraiga beneficios privados que corresponden a la sociedad. Para ello el ordenamiento se compromete a controlar individualmente cada operación interesada para que sea justa, y por consiguiente, conforme con el interés social. El control genuino de los deberes de lealtad es la revisión judicial del estándar de conducta en una situación dada; con todo, y sin ser sustitutivos, el

⁵⁶ V., por todos, DAVIES *et al.* (2009, pp. 169-170, nota 98).

⁵⁷ La separación extraordinaria existe también en otros ordenamientos. Por ejemplo, en Alemania, los miembros del Consejo de Vigilancia pueden ser cesados por el juez a petición de la minoría si hay justos motivos, v. § 103.3 AktG.

⁵⁸ DJANKOV (2008, pp. 430-465).

⁵⁹ GOSHEN (2003, pp. 391 y ss.).

control normativo *ex ante*, basado en reglas de transparencia y de abstención en la adopción de decisiones, puede contribuir a aligerar el rigor y la necesidad de acudir con frecuencia del control *ex post*.

Pues bien, este modelo normativo de control de los conflictos de interés originario de los países del *Common Law*, ha entrado de lleno en el panorama del derecho europeo continental. Entre nosotros, la regulación de los conflictos de interés se produce de la mano de la ley de transparencia a través de una mayor definición del antiguo artículo 127 LSA. Supone sin lugar a dudas un avance notable, si tenemos presente que nos saca de la inacción en la que estábamos encallados. En el horizonte se perfilaba la necesidad de articular una sistemática de los conflictos de interés más afín y moderna. Un trabajo que, a mi juicio, está aún por hacer, en parte porque la regulación sigue siendo defectuosa –y la ley de sociedades de capital lo acaba de rematar⁶⁰– y en parte, porque todo parece indicar que la renovación doctrinal será lenta, y mientras tanto se corre el riesgo de que nos demos por satisfechos –y muy particularmente, los jueces– transmutando la deslealtad en una mera cuestión procedimental.

Buena parte de los retos a los que nos enfrentamos tienen su origen en que la nueva sistemática de los conflictos de interés ha entrado como una cuña en nuestro derecho de sociedades, sin por ello remover la regulación anterior que hundía sus cimientos en el corazón del modelo prohibitivo. Las desconexiones sistemáticas se hacen por ello patentes. Cambian dos cosas, el paradigma y la solución jurídica. Cambia el paradigma porque se pasa de pensar que los administradores deben ser –y pueden ser– desinteresados al gestionar intereses ajenos a reconocer legalmente las ineficiencias que surgen de la separación entre propiedad y control. Si se asume la conexión natural entre poder de decisión y conflictos de interés, va de suyo que *la posición del administrador es, por definición, generadora de intereses opuestos a los de la sociedad, que es justamente el fundamento de la relación principal-agente estudiada por los economistas*. Con todo, esta relación es en principio eficiente⁶¹, aunque origina ineficiencias o costes de agencia que deban ser minimizados en la medida de lo realizable. Y cambia también la manera de lidiar con los mismos: la

⁶⁰ Esta situación se ha visto agravada con la última intervención “no modificativa” del legislador, que a mi entender dificulta la construcción de una sistemática de los deberes de lealtad acorde con las necesidades actuales de nuestras sociedades. La ley de sociedades anónimas no contaba con una prohibición explícita de competencia. La ley de sociedades limitadas, en cambio, sí. Esta distinción puede ser razonable si pensamos que los conflictos de competencia *stricto sensu* son propios de las sociedades cerradas –caso paradigmático del administrador que pone por su cuenta un negocio en el mismo ámbito de actividad de la empresa en la que trabaja– pero en cuanto nos movemos hacia una mayor dispersión del capital, los conflictos cambian de fisonomía. Pero hete aquí que en la ley de sociedades de capital se ha pretendido colmar las lagunas legales y promover la coherencia interna del texto, y ha extendido de manera arbitraria la prohibición de la ley de limitadas también a las sociedades anónimas, incluidas claro está, las cotizadas. Con ello se ha conseguido que convivan de manera manifiesta dos formas alternativas –y hasta cierto punto, sustitutivas– de abordar los deberes de lealtad de los administradores de las sociedades.

⁶¹ Esta cuestión no es dudosa. V., por todos, BAINBRIDGE (2003, pp. 547-606).

prohibición deja paso a la previsión de estándares de comportamiento⁶². Se descarta la vía de la prohibición omnicompreensiva de la competencia, instrumento tradicional del derecho de las sociedades de personas, y se procede a examinar cada conflicto de manera individual y a enjuiciar la conducta del administrador interesado conforme a sus deberes fiduciarios. Desde esta perspectiva, se pasa de un planteamiento generalista, personalista y preventivo a otro más tecnificado y objetivo –posiblemente cuando se diseñó la prohibición se optó, probablemente con buen criterio, por desacreditar al administrador como competidor y reprimir todas sus actuaciones porque no había manera de discriminar las situaciones conflictivas entre beneficiosas o perjudiciales-. Cambia el derecho, pero sobre todo cambia el entorno económico debido a mercados de producto más competitivos, mayores flujos de información y empresas más diversificadas.

El resultado que arroja este análisis es que hay desconexión normativa entre la separación extraordinaria (art. 224.2 LSC), la regulación de los deberes de lealtad y de los conflictos de interés (arts. 225 ss LSC) y el sistema de representación proporcional (art. 243 LSC). La cuestión entonces es cómo racionalizarlos conjuntamente. A mi entender, esta tarea debe estar guiado por criterios de eficiencia, en lugar de criterios meramente sistemáticos y auto-referenciados del propio ordenamiento. Esta conclusión parece sensata si sopesamos que el derecho societario no es un fin en sí mismo, sino que persigue fines puramente instrumentales. El objetivo no es tanto preservar la coordinación o armonización lógica e interna de las normas, como valorar qué interpretación conjunta de las reglas produce la solución más eficiente para las sociedades y para la Sociedad en su conjunto. En otras palabras, las reglas tienen que tener sentido respecto de la consecución del fin que tienen encomendadas –que no es otro que la maximización del interés social-. En este sentido, el problema que se evidencia es que la separación del administrador ex. art. 224 LSC ha perdido el sentido y la función que tenía encomendados en el derecho anterior. Ha dejado de ser un instrumento central en la solución de los conflictos de intereses, para convertirse en un mecanismo supletorio del sistema de *enforcement*. Esta circunstancia obliga al intérprete a redefinir y reubicar el mecanismo de la separación *ad causam* en el nuevo contexto normativo.

4.2. Justa causa y cese de administradores

En este contexto, la separación extraordinaria ha de articularse como lo que es, un remedio extraordinario de defensa de los socios que, al no haber nombrado al administrador desleal, no tienen el poder de cesarlo *ad nutum*. A mi juicio, es un instrumento de defensa muy poderoso que debe ser sometido a una interpretación restrictiva con el fin de evitar su utilización oportunista. La restricción no viene sustancialmente del lado de la naturaleza permanente o aislada del conflicto⁶³, sin perjuicio de que los casos difíciles pertenezcan al

⁶² V., por todos, DAVIES *et al.* (2009, pp. 173 y ss.).

⁶³ El contenido de la separación *ad causam* se ha venido entendiendo entre nosotros en términos de infracción del deber de competencia, y la doctrina ha discutido sobre su contenido en contraposición al art. 230 LSC (v. *infra* nota siguiente). De ahí que los intereses opuestos de la ley se hayan interpretado

ámbito del conflicto estructural, dónde la deslealtad es más difícil de detectar y de desactivar. La restricción, en cambio, viene del lado de su carácter extraordinario o excepcional: es una vía de defensa que opera cuando los mecanismos alternativos para arbitrar las conductas desleales dispuestos por la ley se han revelado ineficaces. En particular, cuando los socios –mayoritarios o minoritarios– que nombraron al administrador desleal se resisten a cesarlo a pesar de que su comportamiento pernicioso aconsejaría hacer lo contrario.

Sentado lo anterior, ya es momento de adentrarnos en el análisis de los rasgos característicos de la norma. Como ya se ha avanzado, el art. 224.2 LSC recoge un supuesto de revocación del administrador por justos motivos fundamentada en la infracción grave de sus deberes. A este respecto parecen existir pocas dudas. Las incertidumbres y perplejidades aparecen a la hora de perfilar su sentido.

(a) La primera cuestión es si la identificación de una hipotética relación de competencia actual o potencial –que es lo que se viene entendiendo de manera restrictiva bajo la expresión legal referente a los “intereses opuestos”⁶⁴– constituye, *per se* y con carácter previo, justa causa de cese de los administradores. Esta es la postura que defienden la doctrina mayoritaria y la jurisprudencia. Con todo, suscita algunos recelos que no son fáciles de despejar.

Nuestra ley no avala *de lege lata* que el conflicto de intereses estructural constituya un presupuesto de incompatibilidad en relación con la condición de administrador⁶⁵.

mayoritariamente como “conflicto permanente o estable, en el que los intereses del administrador, por cuenta propia o ajena, se opongan de forma duradera a los de la sociedad”, POLO SÁNCHEZ (1992, p. 261). A contrario, los casos esporádicos –siempre referido a conflictos de naturaleza concurrencial– quedarían fuera del ámbito de la separación *ad causam*. Con todo, PORTELLANON DÍEZ (1996, p. 44), se separa de esta interpretación, y defiende de manera convincente que en el ámbito objetivo del art. 224.2 LSA caben tanto unos como otros. En el mismo sentido, GALLEGU LARRUBIA (2003, p. 205).

⁶⁴ La doctrina viene entendiendo desde antiguo que el art. 224.2 LSC delimita de algún modo el contenido de la prohibición de competir. Esto no es extraño porque tradicionalmente los deberes de lealtad de los administradores se reducían básicamente a un deber de no competencia (y la respuesta del ordenamiento ha sido históricamente punitiva, v. Serrano Cañas, *Conflictos de intereses*, p. 98, nota 86). A mi entender ello tiene difícil encaje en la sistemática moderna. Esta asimilación arranca de GARRIGUES (1976, pp. 216-217), que contrapone la separación por infracción del deber de competencia a la separación *ad causam*, entendiendo que en el primer caso se reprime que el caso particular de que el administrador participe en el consejo de una sociedad competidora, mientras que en el segundo se refiere a un supuesto amplio y genérico de oposición de intereses, que se ha venido entendiendo –restrictivamente– en términos de situación de competencia. En este sentido, el análisis se centra en ordenar esa prohibición de competir –conflictos ocasionales o permanentes, competencia por cuenta propia o ajena. V., por todos, POLO SÁNCHEZ (1992, pp. 265-266)– y, en consecuencia, la doctrina tiende a calificar la separación del art. 224.2 LSC como una separación por razón de la infracción del deber de competencia, v., por todos, PORTELLANO DÍEZ (1996, p. 115).

⁶⁵ No es dudoso que tradicionalmente tal ha sido la *ratio* de la norma, una suerte de incompatibilidad por razón de interés privado, aunque muy matizada su aplicación por el recurso a la junta, v. Serrano Cañas,

Obviamente, si tal fuera el caso deberían ser sustituidos por la junta general de inmediato por violar una prohibición legal (argumento *ex art.* 224.1 LSC). En cambio, *a contrario*, la ley permite que el consejero pueda desempeñar funciones o mantener intereses de cualquier tipo con una empresa competidora y ser consejero, luego no existe un “deber” de la junta de cesarlos si tal fuera el caso⁶⁶. Con todo, a mi entender, existen buenas razones que desaconsejarían defender una suerte de norma no escrita de incompatibilidad.

(i) Desde la óptica de la praxis, la ausencia de criterios fiables que permitan acreditar con confianza la existencia de un conflicto estructural es problemático y produce *inseguridad jurídica*⁶⁷. Hasta el momento, los tribunales han dilucidado “a ojo” la situación de competencia, porque es cierto que es más fácil descubrir mercados relevantes de la mano del discurso legal o empresarial, que con la ayuda de análisis económicos formalizados y rigurosos⁶⁸. Máxime cuando el riesgo a combatir no son prácticas colusorias en perjuicio de la competencia en el mercado, sino hipotéticas informaciones reservadas que aventajarían deslealmente a uno en perjuicio del otro. En consecuencia, se corre el riesgo de adoptar un concepto muy estricto para unos casos –cesando a administradores que no compiten– y muy laxo para otros casos –tolerando administradores que compiten–. El concepto de competidor –y no digamos el de “intereses opuestos”– es impreciso⁶⁹, y se basa en la

Conflicto de intereses, p. 98. Con todo, actualmente es difícil de justificar. Se desmarca de esta posición unánimemente la doctrina alemana: v. las numerosas referencias que citan HOPT *et al.* (2005, § 100 AktG, Rdn 78, nota 300, pp. 192-193). En este sentido, v. PORTELLANO DÍEZ (1996, p. 117, nota 237), apoyándose en la literatura italiana. Entre nosotros, sin embargo, se ha tratado de apuntalar doctrinalmente la idea de la incompatibilidad, así lo denomina, GUERRA MARTÍN (2009, p. 628).

⁶⁶ La idea de que la junta está obligada a adoptar el acuerdo de cese tiene muchos seguidores, v. POLO SÁNCHEZ (1992, pp. 268-269), GALLEGO LARRUBIA (2003, p. 55) y GUERRA MARTÍN (2009, pp. 631-632), quien incluso llega a decir que la no separación fundamentaría la nulidad del acuerdo por contravención del art. 224.2 LSC. También la Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, de 14 de diciembre de 2005, (AC 2007/12), en su argumento octavo. En contra, v. SÁNCHEZ CALERO (2007, p. 154) y PORTELLANO DÍEZ (1996, pp. 116-117).

⁶⁷ LUTTER (1993, pp. 509 y 514-515). En particular, la doctrina alemana considera altamente desaconsejable el criterio defendido por parte de la doctrina española de que la situación de competencia se verifique en alguno de los sectores de actividad de la sociedad, v. SÁNCHEZ CALERO (2007, p. 148) y MARTÍNEZ SANZ (2001, p. 1383). Con razón, lo descartan por su aleatoriedad, por ser origen de inseguridad jurídica y fuente de innumerables problemas sobre todo en relación con grupos y sociedades muy diversificadas. Tampoco está exenta de problemas en caso de que se circunscribiera al núcleo del negocio de la sociedad, v. HOPT *et al.* (2005, § 100 AktG, Rdn 80, p. 194).

⁶⁸ Resulta muy ilustrativa a este respecto el último exponente de esta “doctrina” jurisprudencial hasta el momento, la sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Vizcaya (Bilbao), de 26 de enero de 2011 (JUR/2011/47776).

⁶⁹ Por suerte, el apartado 8 de la Clayton Act que prohíbe el *interlocking* entre competidores no ha tenido mucha litigación, porque la poca que ha habido ha generado mayor confusión que claridad. Estos problemas están bien analizados en la legislación americana en relación con el uso del análisis cualitativo o cuantitativo por GERBER (2007, pp. 107 y ss.).

suposición de que hay una delimitación clara entre competidores y no competidores, cuando lo cierto es que la realidad se parece más a un continuum gradual de relaciones competidoras que a un planteamiento de “todo o nada”.

Si el objetivo fuera eliminar cualquier riesgo de conflicto estructural, el concepto de competidor debiera ser extraordinariamente amplio. Si, en cambio, el ámbito se restringe, se estaría apostando por un nivel aceptable de riesgo. Con todo, no es fácil averiguar la fórmula que nos lleve a discriminar con confianza unos casos de otros: ¿Hay conflicto estructural por la mera participación en cualquier sector de actividad coincidente con el de la sociedad o, en su caso, del grupo? ¿Debe incorporarse el análisis cuantitativo de la elasticidad cruzada, o debe basarse en criterios cualitativos? ¿Debe medirse por la facturación? ¿En cuántas licitaciones o concursos han debido rivalizar para ser tomadas como competidoras directas? ¿Es válido un criterio abstracto o deben valorarse las circunstancias de cada caso? Nótese que si la oportunidad del acuerdo de cese dependiera únicamente de la acreditación de este extremo, vista la imprecisión y el desconcierto existente, desembocaría en una guerra de informes técnicos, alta y costosa litigiosidad y aumento del oportunismo para todos los involucrados.

Hay además otro aspecto que no debiera ser pasado por alto. Una aplastante mayoría de los administradores son nombrados por el núcleo de control. Y no es extraño que además de administradores vinculados con empresas financieras, con clientes o con suministradores, haya administradores vinculados con empresas competidoras. Es una práctica frecuente, y responde a estrategias productivas para el interés social como la captación de profesionales expertos en su sector⁷⁰, o mecanismos de cooperación y alianzas estratégicas⁷¹. En estas circunstancias, sería arbitrario e injustificado aplicar la doctrina del competidor a los administradores conflictuados nombrados por la minoría y no a los nombrados –y hasta dispensados– por la mayoría. Lo que nos debe llevar a hacer un balance más realista de los costes y beneficios de la predicada incompatibilidad⁷².

(ii) Desde una perspectiva metodológica, una norma no escrita de incompatibilidad sólo tendría cabida si hubiera una laguna de derecho que justificara su existencia y no parece que sea éste el caso⁷³. Los consejeros están sujetos a responsabilidad por infracción de sus deberes fiduciarios. Además, la ley protege la integridad del sistema de adopción de decisiones del consejo mediante reglas de transparencia y de abstención. No parece que el

⁷⁰ GERBER (2007, pp. 112-113 y 115).

⁷¹ ROBINSON *et al.* (2007, pp. 242-273) y LINDSEY (2008, pp. 1137-1168).

⁷² Al margen de los problemas de inseguridad jurídica, la doctrina alemana contempla otras razones para desaconsejar la regla de la incompatibilidad, como las dificultades que se plantearían en situaciones de saneamiento, en las alianzas empresariales, o en la información de la minoría, v. HOPT *et al.* (2005, § 100 AktG, Rdn 80, p. 194).

⁷³ HOPT *et al.* (2005, § 100 AktG, Rdn 82, p. 195).

funcionamiento ordenado del consejo precise apoyarse en la desconfianza apriorística de la integridad de los consejeros que compartan actividad o vínculos con empresas competidoras⁷⁴.

(b) La segunda cuestión se refiere a la concreción de los justos motivos. En efecto, una vez descartada la vía de la incompatibilidad, el fundamento de la norma no trataría de vetar la entrada de supuestos competidores en el consejo, sino más bien instituye un sistema de remoción del administrador por justos motivos. En estas circunstancias, *la clave no consiste en probar que los consejeros tengan en abstracto intereses opuestos –que con frecuencia así será– sino que esta situación provoque conflictos de intereses gravosos y permanentes*. El cese sólo estaría justificado en este segundo caso, que es justamente lo que tiene que valorar la junta. Naturalmente, no se trata de una decisión libérrima o arbitraria por muy mayoritaria que sea, sino sujeta a derecho, y por ello, impugnabile. Esta perspectiva deslegitima los argumentos *per se* o automáticos para cesar al administrador. Primero, las sospechas o temores en abstracto carecen de base suficiente para fundamentar el cese⁷⁵. A este respecto, no es razón suficiente para justificar la remoción el alegar que la presencia del administrador competidor perturbaría gravemente el funcionamiento del consejo, sin contar además, con que si hay un bloque de control, los consejeros nombrados por el sistema proporcional estarán en franca minoría, lo que se traduce en una influencia débil y limitada en la política de dirección y administración de la empresa. Segundo, aunque no es dudoso que las situaciones de conflicto estructural están en el sustrato de la norma, es importante reseñar que la mera acreditación del conflicto estructural no desata por sí misma el proceso de cese *ex art.* 224.2 LSC⁷⁶. De hecho, como se verá a continuación, tradicionalmente se ha circunscrito la aplicación del artículo a los conflictos concurrenciales, cuando bien mirado, la fenomenología de los conflictos de naturaleza estructural es bastante más nutrida y compleja. Y no sólo afectan a los consejeros minoritarios, sino que sobre todo tienen que ver con los nombramientos del bloque de control.

⁷⁴ LUTTER (1993, pp. 521 y ss.).

⁷⁵ Sin embargo, esta parece ser la postura de los tribunales. La Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, de 14 de diciembre de 2005, la STS, de 12 de junio de 2008, y la sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Vizcaya (Bilbao), de 26 de enero de 2011, sustentan la tesis de la protección de un riesgo potencial y en abstracto, sin exigir que se infrinja deber alguno o que el conflicto se materialice. Lo mismo hace la doctrina: GUERRA MARTÍN (2009, p. 628), SÁNCHEZ CALERO (2007, p. 149) y GALLEGÓ SÁNCHEZ (2011, pp. 1595-1596).

⁷⁶ Se han de desechar los criterios del derecho de la competencia porque no sirven para valorar las consecuencias de la interdependencia personal en la idoneidad y valía de los consejeros para realizar sus funciones, y por ende, en interés de la sociedad. La discusión en Alemania también es concluyente a este respecto, HOPT *et al.* (2005, § 100 AktG, Rdn 75, p. 191). La competencial potencial puede ser un indicio para evaluar la intensidad concurrencial en operaciones de concentración, pero aquí no se trata de separar a un administrador para proteger a los consumidores de un mercado dado. Entre nosotros, en cambio, se equiparan los argumentos que fundamentan la separación en el interés social, con la defensa de la competencia e, incluso, la competencia desleal: v. GUERRA MARTÍN (2009, p. 627).

En efecto, la cuestión de los conflictos de interés estructurales son relevantes, y se plantean sobre todo en relación con los llamados *interlocking directors*. Nos referimos a los administradores que sirven en varios consejos de administración, lo que se traduce en una red de interconexión de las empresas y en un canal de información y de influencia. Es un síntoma de la relevancia del papel de los consejos como instituciones sociales en un mismo entorno económico y normativo, que hace que sus prácticas y su manera de tomar decisiones tiendan a converger⁷⁷. Se trata de un fenómeno muy extendido y que ha atraído la atención de la literatura científica con el fin de discernir si es una práctica que crea o que, por el contrario, destruye valor para las sociedades. Los resultados empíricos son variopintos. Por un lado, se observan efectos beneficiosos para la sociedad. Las empresas acuden al *interlocking* para captar profesionales expertos, para vigilar el comportamiento de otras empresas y aprovecharse de ventajas de información, para cooptar recursos, o también para ganar reputación⁷⁸. La parte negativa es que se producen conflictos de interés estructurales y, lo que es importante reseñar, no sólo entre consejeros de empresas competidoras⁷⁹. La conclusión a la que llega la literatura es que prohibir estos nexos o vínculos no es aconsejable, pero sí vigilar de cerca y desincentivar los riesgos de deslealtad. Pues bien, la tesis que se propugna es que el mecanismo de separación del art. 224.2 LSC podría operar como un mecanismo para alinear los intereses de los administradores conflictuados con la sociedad en la que sirven.

¿Cuándo habría justos motivos de cese *ex art. 224.2 LSC*? Se ha apuntado que se trataría de incumplimientos graves e intolerables, no simples desencuentros en el seno del consejo, que han de ser valorados desde la óptica del interés social. El examen de qué comportamientos se ajustan al estándar legal de justos motivos es casuístico y en buena medida, corresponderá a los tribunales concretar en cada caso su contenido, a la luz del carácter excepcional de la norma⁸⁰.

⁷⁷ Se ha comprobado empíricamente que las relaciones personales y los vínculos sociales entre los miembros de los consejos tienen efectos sustanciales en temas de gobierno de las sociedades. V. DAVIS (2006, pp. 154-159). El *interlocking* puede influir en la retribución de los administradores, en la incorporación de medidas anti-*opa*, en la estrategia de adquisiciones, etc. Nótese que muchas de estas prácticas conducen a un mayor atrincheramiento de los administradores. Con todo, también se defiende que sean vehículos de propagación de buenas prácticas de gobierno. La idea es que la selección de administradores de otras empresas lleva a compartir experiencia y a converger en prácticas de gobierno, v. BOUWMAN (2011, pp. 2358-2394).

⁷⁸ MIZRUCHI (1996, pp. 271-298).

⁷⁹ Un ámbito en el que se han estudiado los costes de agencia de los *interlocking directors* es en fusiones y adquisiciones, advirtiendo que pueden conducir a transacciones ineficientes y a reducción del valor de la sociedad, ISHII *et al.* (2010) y FRACASSI *et al.* (2011, pp. 153-194).

⁸⁰ La doctrina alemana es coincidente a este respecto: v. HOPT *et al.* (2005, § 103, Rdn 53 y ss., pp. 387 y ss.) y SEMLER (2004, § 103 AktG, Rdn 57 y ss., pp. 719 y ss.).

*Los justos motivos han de apreciarse en la persona sobre la que recae el cese, y resulta insuficiente que se reputen de quien lo nombró*⁸¹. Como veremos más adelante, en este extremo reside la deriva más peligrosa e injustificada de la tesis mayoritaria. La conducta relevante debe estar relacionada con la actividad del consejo, o tener repercusión en la misma. Debe tratarse, por consiguiente, de incumplimientos graves de sus obligaciones en tanto miembros del consejo de administración.

Se trata asimismo de comportamientos intolerables desde la perspectiva del interés social. Ya se ha advertido que la vinculación profesional con una empresa competidora no constituye por sí sola un supuesto de justo motivo, ni tampoco la relación familiar o personal con sus directivos. Tampoco la existencia de un abstracto conflicto estructural de intereses. Para cesar al administrador deben existir bases sólidas, *razones tangibles y concretas* –y no meras conjeturas abstractas– que lleven a temer legítimamente la vulneración del secreto o la realización de operaciones interesadas en detrimento del interés social⁸². Dadas las dificultades de concreción de lo que a este respecto es una empresa competidora, las suposiciones carecen de fiabilidad y no pueden ser aceptadas. En cambio, sí podría justificar la separación del administrador la vulneración de sus obligaciones de transparencia al no haber comunicado su situación de conflicto⁸³. O que las circunstancias particulares inviten a pensar que el administrador va a utilizar información sensible en detrimento de los intereses sociales⁸⁴. Nótese que estas apreciaciones no sólo se restringen a la relación de competencia, sino que son aplicables a otros conflictos estructurales, resultando paradigmático el caso de los bancos que financian a la sociedad. Con todo, la situación más corriente es que el justo motivo se sustente en el incumplimiento grave de sus deberes. Habrá justa causa cuando el consejero impida el trabajo ordenado del consejo, cuando no cumpla con las obligaciones de asistencia o de secreto relativa a las sesiones del consejo. También cuando desvele información sensible relativa a la empresa, o infrinja cualquier otro deber de lealtad.

Igualmente, el comportamiento repetido e intolerable de un consejero puede llegar a afectar al funcionamiento del consejo. Con todo, los conflictos internos del consejo no son base suficiente para justificar el cese, es preciso que se fundamente en graves incumplimientos de sus deberes como consejero. Por ejemplo, que el enfrentamiento sea insoportable (que, por ejemplo, se profieran amenazas) e imposibilite el trabajo colegiado. También, excepcionalmente, la pérdida de la confianza del resto de los miembros o que las intrigas haya quebrado la base de la cooperación y fuera imposible repararla podría

⁸¹ A este respecto la doctrina alemana es tajante: v. HOPT *et al.* (2005, § 103 AktG, Rdn 53, p. 387) y SEMLER (2004, § 103 AktG, Rdn 68, p. 722).

⁸² HOPT *et al.* (2005, § 103 AktG, Rdn 59, p. 390).

⁸³ HOPT *et al.* (2005, § 103 AktG, Rdn 59, p. 391) y SEMLER (2004, § 103 AktG, Rdn 69, p. 722).

⁸⁴ HOPT *et al.* (2005, § 103 AktG, Rdn 59, p. 391) y SEMLER (2004, § 103 AktG, Rdn 69, p. 722).

fundamentar un justo motivo de separación⁸⁵. En estas situaciones, sería preciso un acuerdo expreso del consejo y se pone a prueba la imparcialidad de los consejeros independientes.

(c) Otra cuestión discutida trata de despejar la funcionalidad del art. 224.2 LSC. En términos generales se admite que es un instrumento dispuesto por la ley para defender preventivamente el interés social. Se trataría, en definitiva, de un sistema social de control previo de los consejeros nombrados por la minoría⁸⁶. Esta solución no se puede compartir. Un elemento definidor del mecanismo del cese *ex art.* 224.2 LSC es justamente su carácter extraordinario en nuestro derecho de sociedades⁸⁷. Se trata de uno de esos casos en que los límites rígidos pasan a ser sustituidos por límites flexibles⁸⁸.

En efecto, es oportuno recordar que las conductas desleales ya están prohibidas en nuestro ordenamiento. Naturalmente, si aún y todo el consejero ha sido desleal –por ejemplo, ha violado la obligación de secreto, ha utilizado información privilegiada, etc.– la vía del cese *ex art.* 224.2 LSC estará plenamente justificada y operará como alternativa.

Desde esta óptica, tanto la separación por justa causa como los sistemas procedimentales de control *ex ante* sirven al mismo fin, que no es otro que proteger el interés social –es decir, a los socios en su conjunto– de las conductas desleales de los administradores. En este sentido, habría una correlación negativa entre gobierno corporativo y cese extraordinario: cuanto mejor sea el gobierno corporativo de una sociedad –no sólo sobre el papel, sino que de verdad sus consejeros independientes sean expertos e imparciales, que se tomen en serio el *disclosure* de información relevante o veten las transacciones injustas– menor incidencia tendrá el recurso al cese del administrador. O dicho en otras palabras, la vía del 224.2 LSC es una salida excepcional para situaciones excepcionales.

(d) Por último, la estructura y composición del consejo diseñado por nuestro ordenamiento y los códigos de gobierno corporativo deben prevalecer sobre el cambio de los miembros que la componen. *La operatividad del mecanismo –extraordinario– de la remoción no puede alterar el equilibrio de fuerzas del consejo, en particular no debe utilizarse para frustrar la entrada de los consejeros minoritarios a los consejos de administración*⁸⁹. A este respecto, el planteamiento

⁸⁵ HOPT *et al.* (2005, § 103 AktG, Rdn 62, p. 392).

⁸⁶ Así, se viene a decir que los administradores vinculados a empresas competidoras deben ser separados porque se les presupone rivales infiltrados con la intención de aprovecharse de la información reservada de la sociedad. En principio, si algún riesgo entraña la presencia de competidores en el consejo no es tanto el de la traición, como el de la colusión.

⁸⁷ SEMLER (2004, § 103 AktG, Rdn 69, p. 722) y HOPT *et al.* (2005, § 103 AktG, Rdn 57, p. 389).

⁸⁸ ZÖLLNER (1963, pp. 101 y ss.).

⁸⁹ Es verdad que el sistema de representación proporcional no rige en Alemania. Pero si tienen en el *Aufsichtsrat* otros consejeros muy particulares, los nombrados por los trabajadores. Y claramente

estándar antepone el cese frente al nombramiento, como si se tratara de dos reglas mutuamente excluyentes. Este planteamiento suscita dos objeciones. La primera es que no está contrastado que los beneficios del cese preventivo de los administradores conflictuados sean superiores a los costes de dejar sin representación a los socios minoritarios en el consejo y de reducir la protección de los socios externos para el conjunto de las sociedades.

El segundo reparo es que este mecanismo agrava el oportunismo de los socios de control. Parece que está pensado para que la mayoría se deshaga de forma expeditiva de los administradores incómodos que no controla, como es el caso de los nombrados por el sistema de representación proporcional. El buen juicio jurídico no puede permitir que un mecanismo de defensa del interés social pueda ser utilizado de manera oportunista en las luchas internas y los conflictos entre socios. Simplemente, porque no está pensado para ello. Es más, justamente el sistema de representación proporcional propicia la diversidad de intereses en el seno del consejo.

En este sentido, a la hora de acomparar ambos instrumentos de nombramiento y remoción de consejeros minoritarios, es aconsejable establecer una zona franca fuera de toda sospecha. A mi juicio, parece indudable que deberían ser considerados irreprochables los consejeros nombrados por el sistema proporcional siempre que cumplan con los requisitos de los consejeros independientes. Sobre esta cuestión volveremos más adelante (v. *infra* 6).

Pues bien, en este punto ya estaría encauzada la cuestión, y una vez delineado el ámbito objetivo de la norma, correspondería analizar su ámbito subjetivo. A este respecto, la cuestión más evidente que se trataría de esclarecer es si cualquier consejero –sea dominical, ejecutivo o independiente en su carácter “sustantivo”– puede ser cesado por esta vía. Quizás no esté de más plantear si este mecanismo de cese no tendría su principal ámbito de aplicación en relación con los consejeros supervisores –dominicales o independientes– que representan los intereses de los distintos accionistas. A fin de cuentas, los ejecutivos están expuestos a un control férreo y es más difícil imaginar –al menos en sociedades cotizadas– que se precise de un instrumento de estas características para separarles de sus funciones en caso de grave incumplimiento. Pero pronto se podrá comprobar que este debate se ha visto desplazado y superado más allá de sus términos.

establecen que el cese de uno de estos consejeros por justos motivos no puede desvirtuar la composición del consejo.

5. Fase cuatro: El caso del socio –minoritario– competidor

El siguiente escalón de la doctrina del competidor consiste en trasladar los mecanismos de control de los administradores –básicamente remoción y deberes de lealtad– selectivamente a los socios significativos opuestos a los *controllers* con el fin de desplazarlos del consejo. Esta conclusión se alcanza mediante un recurso dialéctico⁹⁰. La tesis viene a decir que lo relevante para la ley es si el administrador que tiene intereses contrarios y permanentes a los de la sociedad conculca el interés social. En cambio, los socios minoritarios con intereses extrasocietarios pueden ser socios (*ergo*, poner su dinero en la sociedad), y no pueden ser separados o excluidos por ello. La antítesis sostiene que el problema se suscita cuando el conflicto de intereses que desata la separación –la situación de competencia– no es personal ni originario del administrador, sino derivado de quien lo nombra. Parecería evidente –prosigue el argumento– que si tales socios tienen poder para interferir en la administración a través de sus representantes en el consejo, se corre el mismo riesgo de contravenir el interés social que se trata de evitar con el mecanismo del cese extraordinario de los administradores. La síntesis no se deja esperar: cualquier nombramiento que haga un socio inmerso en un conflicto de interés permanente, puede ser cesado *ex art.* 224.2 LSC.

A continuación trataré de diseccionar los soportes jurídicos de esta línea de pensamiento. Pero antes es oportuno llamar la atención sobre sus consecuencias, a mi entender preocupantes. En el apartado anterior se ha puesto de manifiesto que una interpretación amplia del mecanismo extraordinario de cese propicia el oportunismo de los socios de control. Un resultado a todas luces indeseable. El siguiente escalón, la supuesta vinculación insuperable entre el socio competidor y el consejero minoritario, promueve otro efecto peligroso: desincentiva que emerjan inversores significativos. Sobre la contribución de estos accionistas en aras a elevar el gobierno corporativo de las sociedades y la protección de los socios externos ya se ha dado buena cuenta en el apartado 1 y allí me remito.

Desde la perspectiva del reproche jurídico, esta línea argumental parece a primera vista convincente, pero una mirada más detenida nos debe hacer más cautos. El punto flaco reside en que se utiliza arbitrariamente la vía del art. 224.2 LSC para otro fin distinto del previsto por la ley: en vez de servir para separar de su cargo al consejero incumplidor y desleal, se usa para incapacitar o prohibir al socio “con intereses permanentes y opuestos” a los de la sociedad para nombrar consejeros, *ergo*, a participar en el consejo. En efecto, esta interpretación se apoya en tres líneas de argumentación, que una vez diseccionadas, se comprueban de solidez dudosa: (i) en el núcleo de la argumentación subyace el antiguo prejuicio de que los socios mayoritarios representan el interés de la sociedad, y que sustenta la distinción tradicional entre socios egoístas o interesados, y socios no egoístas o desinteresados; (ii) el eslabón más inconsistente de esta construcción consiste en aplicar el mismo rasero a los administradores y a los socios minoritarios. Se trasladan los deberes de conducta de los administradores y sus mecanismos de control –que, por no ser socios,

⁹⁰ Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, de 14 de diciembre de 2005, (AC 2007/12), en su argumento séptimo.

carecen de interés en la sociedad y les es exigible que posterguen sus intereses personales a los intereses sociales- a los socios minoritarios -que tienen intereses legítimos en la sociedad y, es más, la ley les dota de mecanismos para defenderlos, entre los que se cuenta el sistema proporcional-; (iii) el tercer pilar de la argumentación se desliza por una pendiente resbaladiza: se presume, en efecto, el contagio del conflicto de interés de los socios -minoritarios- a los consejeros por ello nombrados.

(i) En el frontispicio de esta doctrina está la protección del interés social. Se apela a la cláusula del interés social para justificar la supresión del nombramiento de consejeros minoritarios por parte de un competidor. Es la fórmula pergeñada para sobreponerse al reproche de que la doctrina del competidor sustenta una interpretación *contra legem*⁹¹. Se nos viene a decir que cuando el interés social proporciona ventajas superiores a la sociedad que el interés de la minoría, debe sacrificarse éste en favor del mayor beneficio común⁹². Es difícil sustraerse a una conclusión tan rotunda e inapelable: el bien de todos a costa del bien de unos pocos. La trampa de este planteamiento reside en que, como se verá, se toma una cierta versión del interés social como un axioma, cuando está lejos de serlo.

Desde una perspectiva económica o funcional, el interés social marca el objetivo o la finalidad de la sociedad⁹³. La idea es que los socios dan un mandato claro a los administradores sobre cómo deben desempeñar sus funciones -delegadas- de gestión. Esto significa, de un lado, que se trata de una especie de manual de instrucciones para

⁹¹ Esta es la línea de argumentación del registrador que se plantó a la hora de inscribir los consejeros nombrados por la mayoría en sustitución de los cesados por la vía del art. 224.2 LSC en el caso de FCC-Acciona. El problema que se le presentaba es que por esta vía más que dudosa se impedía al socio significativo entrar en el consejo, cuando la ley protege taxativamente el derecho de la representación proporcional. Sin embargo, la Resolución de 14 de diciembre de 2004 de la DGRN carga dura -y a mi entender, injustificadamente- contra él. No deja de sorprender que en un país como éste en el que el orden y la legalidad de la vida societaria la marcan diariamente los registros mercantiles -quizás con mayor intromisión de la que sería deseable- se le enmiende la plana al registrador arguyendo que se extralimita de sus competencias, arrojándose competencias jurisdiccionales. Asimismo, v. SAP Barcelona de 12 de junio de 2006 (AC/2006/848).

⁹² SAP Barcelona de 14 diciembre de 2005, (AC 2007/12).

⁹³ Los economistas coinciden en que el mercado, por sí solo, no consigue que las sociedades sean eficientes. El problema fundamental es que los *controllors* -administradores y socios de control- gozan de amplios poderes discrecionales y baja *accountability* o rendición de cuentas. La premisa detrás de la teoría moderna de *corporate finance* es que no actúan en el mejor interés de quienes invierten en la sociedad. V. SCHLEIFER *et al.* (1997, pp. 737-783) y BECHT *et al.* (2007, pp. 829 y ss.). Desde esta óptica, el gobierno corporativo trata de indagar y articular las herramientas que los inversores que aportan fondos a la sociedad tienen a su disposición para garantizar sus inversiones. Esta idea es la que en términos jurídicos se expresa cuando se habla de interés social. El debate sobre la internalización de los intereses de otros "stakeholders" no hace sino ampliar la definición del interés social más allá de los inversores, pero sus postulados no han debilitado -incluso, han podido reforzar- la posición del valor del accionista en la aproximación económica del problema. V., por todos, TIROLE (2006, pp. 56-62).

administrar y dirigir la sociedad: dota a los administradores de una misión clara y facilita la adopción de decisiones sociales.

En la realidad, sin embargo, el interés social es una cláusula que no puede garantizar de modo práctico que los órganos de la sociedad tomen en todo momento las decisiones correctas en interés de todos. El concepto de interés social es un cuaderno de instrucciones de la sociedad inherentemente muy impreciso: orienta de forma vaga la tarea de gestión de los administradores y sirve de modo imperfecto como mecanismo de corrección de sus desviaciones. En otras palabras, los costes de agencia en este entorno son muy altos porque ni siquiera el objetivo común de los socios es predecible en relación con muchas situaciones conflictivas que los administradores deben decidir. Su tarea, en el mejor de los casos, es más modesta: serviría para marcar las líneas rojas en el ejercicio del poder de decisión. O, lo que es lo mismo, en las sociedades de capital concentrado modula los excesos de la regla de la mayoría: viene a decir a los socios con capacidad de decisión –que normalmente son los mayoritarios, pero no siempre– que deben tomar en consideración los intereses de los socios sin poder de decisión (argumento *ex art. 204 LSC*)⁹⁴. No para que se maximicen, sino para que no se vean perjudicados o dañados. Funcionalmente es una cláusula defensiva en manos de los tribunales para frenar los comportamientos abusivos⁹⁵.

Tradicionalmente, en cambio, su utilidad ha sido bien distinta. Las lecciones de la noción de *path dependance* aplicada al caso, esto es, cómo el derecho se modula para afianzar las posiciones de los *insiders*, se revelan muy esclarecedoras en este punto⁹⁶. *En entornos de alta concentración del capital, el interés social ha servido para legitimar las decisiones de los socios de control*. Cualquier jurista tiene bien afianzada la idea de que “la mayoría representa el

⁹⁴ El mecanismo del voto es una fórmula para concretar el interés social en relación con la adopción de acuerdos sociales. Los accionistas tienen intereses heterogéneos, y mediante el sistema de voto se les pregunta por el impacto de una decisión social en sus *cash flows* futuros, y sus creencias –y preferencias– son así agregadas. El teorema de Condorcet (*Condorcet Jury Theorem*) establece que si asumimos que los socios votan por la opción que honestamente creen correcta, la probabilidad de que se alcance la solución correcta está en función del número de socios, llegando en el límite prácticamente a la certeza. Esto nos habla de la utilidad del sistema de voto en las sociedades de capital disperso. En cambio, ante la presencia de uno o varios socios mayoritarios de control, el número efectivo de socios-votantes se reduce a uno. Por eso, el resultado puede apartarse de la solución óptima, lo cual hace el sistema de voto menos fiable para alcanzar el interés social en entornos de capital concentrado: v. SCHOUTEN (2010, pp. 763 y ss.).

⁹⁵ Con frecuencia, la cláusula del interés social es el único instrumento con el que cuentan los socios externos para proteger su interés dentro de la sociedad frente a los socios internos. Lo que se pide a los jueces en estos casos es que los socios de control no puedan –vía junta general o consejo de administración– adoptar decisiones por mayoría que primen sus intereses –extrasociales o privados– a costa del interés –social o común– de los otros socios. O dicho con otras palabras, los socios mayoritarios o con poder de control pueden perseguir sus intereses privados siempre que no contraríen el interés social. A fin de cuentas, para eso justamente tienen poder de control. La formulación más atinada de estas ideas corresponde a ALFARO ÁGUILA-REAL (1995, pp. 33 y ss.).

⁹⁶ BEBCHUK *et al.* (1999, pp. 775 y ss.).

interés de la sociedad frente al interés egoísta de los socios"⁹⁷. Lo que nos conduce a la distinción –falsa, según la teoría económica– entre socios no egoístas –los internos– y socios egoístas –los externos–. Esta línea de pensamiento se deja traslucir en las decisiones judiciales en materia de conflictos de interés de los socios de control en la mayoría de las jurisdicciones europeas⁹⁸. En parte, se debe a que los jueces también sufren un sesgo a favor de los *insiders*, lo que les lleva a identificar el interés de la sociedad con los intereses de los socios mayoritarios de control.

Visto así, es fácil percatarse de que el interés social ha de manejarse con tiento. El peligro es que es susceptible de ser usado de manera oportunista. Se corre el riesgo, en efecto, de que los socios de control saquen ventaja estratégica al presentarse como los portadores del interés social, cuando lo que en realidad se están dirimiendo son luchas de poder entre socios, cuyo efecto sobre el interés social es ambiguo.

(ii) Al margen del interés social, la pregunta clave que se plantea es si los intereses privados o extrasocietarios de los socios les pueden inhabilitar para nombrar consejeros. Esto suscita a su vez dos interrogantes. El primero es llano, ¿pueden los socios defender legítimamente sus intereses privados *qua* socios? El segundo interrogante es más técnico, ¿pueden los socios ser desleales y con qué herramientas cuenta el derecho para evitarlo?

En principio, los socios pueden perseguir legítimamente dentro de la sociedad intereses privados o extrasociales que no sean compartidos o comunes con el resto de los socios –lo que implica que no están sometidos a la prohibición de competencia, ni precisan de dispensas o permisos como sucede en el caso de los administradores–. Pero hay un límite, acogido bajo la cláusula de interés social: los socios no deben utilizar su participación en la sociedad para procurar su interés privado a costa de dañar a la sociedad o al resto de los socios.

Claramente, quienes típicamente suponen mayor riesgo de cometer tales conductas desleales son los socios de control. Esta cuestión está sobradamente acreditada, contamos con suficiente evidencia empírica que pone en evidencia las posibilidades de expropiación por parte de los socios de control⁹⁹ y desvelan las vías ideadas para hacerlo¹⁰⁰. Con todo,

⁹⁷ GARRIGUES (1976, p. 46).

⁹⁸ Dos trabajos paradigmáticos dan buena muestra de ello. ENRIQUES (2002, pp. 756-821) y JOHNSON *et al.* (2000, pp. 22-27).

⁹⁹ El problema de la expropiación ha sido sometido al análisis empírico. Como es sabido, se han utilizado dos métodos para contabilizar los beneficios privados del control. El primero usa el valor de mercado de las acciones con derechos de voto múltiple. DE ANGELO *et al.* (1985, pp. 33-71) y ZINGALES (1995, pp. 1047-1073) para los Estados Unidos. LEVY (1982, pp. 79 y ss.) para Israel. CHUNG *et al.* (1999, pp. 35-54) para Korea, etc. El estudio más ambicioso siguiendo este sistema corresponde a NENOVA (2003, pp. 325-351), con datos de 18 países. El segundo método utiliza el valor de la prima en las transmisiones del bloque de control, siguiendo el estudio llevado en su día por BARCLAY *et al.* (1989, pp. 371-395), línea en la que la contribución más importante corresponde a DYCK *et al.* (2004, pp. 537-600), con datos de 39 países.

esto no debe conducirnos a pensar que los socios mayoritarios sean intrínsecamente más desleales que otros; nos dice más bien que tienen más posibilidades que los demás de ser oportunistas dentro de la relación social. Lo crucial es reconocer que si hay espacio dentro de la relación social para que los socios –mayoritarios o minoritarios– actúen de forma oportunista, lo harán. Es más, si el sistema jurídico no está bien pertrechado para frenar estas conductas, no sólo serán toleradas, sino que además, se estará proveyendo al socio desleal de cobertura legal –de legitimidad– lo que éste lógicamente aprovechará.

Si partimos de la base de que los accionistas tienen intereses distintos o no alineados –unos más que otros, es una mera cuestión de grado– entenderemos mejor por qué es tan relevante para unos obtener representación en el consejo, y para otros tratar de impedirlo. Cada cual aspira a tener influencia para defender sus intereses particulares. Pensemos, por ejemplo, que uno de los socios significativos vende tecnología a la sociedad. Es evidente que un cambio de tecnología, aún cuando fuera productivo para la sociedad, le supondría una pérdida, y por ello, tratará de impedirlo. O los bancos, que preferirán que la sociedad esté mejor situada para pagar sus créditos, aún a costa de crecer menos¹⁰¹. Y, siendo esto así, a nadie se le ocurre que no puedan contar con representación en el consejo porque detentan intereses –sí, opuestos y permanentes– a los de la sociedad.

El caso del socio competidor no es sustancialmente distinto. En ningún país se prohíbe invertir en empresas competidoras, por lo que no se entiende por qué tales accionistas –cuyo dinero es bien recibido– han de ver sus derechos sociales mermados. De hecho, es una práctica más común de lo que parecería a primera vista. Se me ocurren tres razones para ello. La primera es la asociación y la cooperación, que suelen ser buenas noticias para los accionistas –los *incumbents* de un mercado salen beneficiados– y malas noticias para los consumidores y los *newcomers* si los “acuerdos” restringen la competencia. Es obvio que si varias empresas se intercambian participación accionarial y consejeros se está facilitando la colusión entre ellas, y el riesgo es mayor en oligopolios estrechos¹⁰². La segunda razón para invertir en una empresa competidora residiría en optimizar la gestión del riesgo¹⁰³. Esto es evidente en industrias con pocos jugadores y donde los proyectos son muy ambiciosos y susceptibles de licitación. Como no siempre voy a ganar, diversifico mi riesgo si invierto en mi competidor directo –y así, cuando mi oponente gane, mis pérdidas serán menores–. La

¹⁰⁰ ATANASOV *et al.* (2011, pp. 101-151).

¹⁰¹ De hecho, los últimos estudios sobre bancos alertan sobre la improductiva convivencia de los bancos con sus vecinos de asiento en el consejo: v. DITTMAN *et al.* (2010, pp. 35-71). Se asevera que mientras que la participación de los bancos en los consejos de otras empresas no financieras es bueno para ellos –y además facilita su implantación en otras empresas del mismo sector– no es tan beneficioso para los intereses de otros accionistas representados en el consejo, que ven reducida su valoración en bolsa.

¹⁰² Esta es la razón de la prohibición de la presencia de consejeros competidores en el derecho americano: está prohibido por el derecho *antitrust*, Clayton Act, section 8.

¹⁰³ Esta es la argumentación que está detrás del trabajo de MATVOS *et al.* (2008, pp. 391-403) y que explica la existencia de *cross-ownership* en empresas competidoras y sus repercusiones en caso de fusión.

tercera razón es la toma de control de una empresa competidora. En sociedades con el capital razonablemente disperso, la adquisición de un *stake* en la sociedad facilitará una futura toma de control¹⁰⁴. O, al menos, servirá como plataforma para influir en cómo la compañía debería ser gestionada¹⁰⁵. Objetivos legítimos todos ellos. En cambio, lo que es más improbable –y resultaría muy caro– es que un inversor adquiriera un paquete significativo en una empresa competidora con el único propósito de espiarla y acceder a información sensible.

En suma, queda acreditada la existencia de graves y severos conflictos de intereses entre socios, y no sólo –ni siquiera principalmente– en relación con los competidores. Entonces, ¿cómo se puede reducir el riesgo de oportunismo de los socios? Se trata, en definitiva, de averiguar con qué mecanismos cuenta el ordenamiento para limitar las conductas desleales de los socios. Como se podrá comprobar, el sistema de control sobre los administradores difiere sustancialmente del sistema de control sobre los socios. Los ordenamientos cuentan con dos líneas de actuación, similares a las ensayadas también con los administradores: control *ex post* de los deberes de lealtad y control *ex ante* a través de reglas de transparencia y de abstención en relación con decisiones sociales potencialmente expropiatorias (un ejemplo sería la regla de la mayoría de la minoría). Cada ordenamiento tiene desarrollados estos instrumentos en distinto grado¹⁰⁶ y, qué duda cabe de que en nuestro caso los socios desleales tienen baja exposición a la sanción. Tenemos carencia de medidas profilácticas y la supervisión de los tribunales de los deberes de lealtad de los socios –por ejemplo, a través de la impugnación de acuerdos de la junta o del consejo– es muy insatisfactoria, en buena medida por falta de mayor clarificación legal respecto de las conductas indeseables, de los conflictos de interés típicos y por la ausencia de mecanismos más eficientes de litigación.

Pero, –y aquí reside el núcleo de la cuestión– a diferencia del régimen previsto para los administradores, los mecanismos de nombramiento y cese no valen para reducir el oportunismo de los socios. Son los límites de la propiedad. Todos entendemos que no se puede excluir en general al socio desleal, ni siquiera separarle del control (los socios de control mantienen en todo caso su poder para nombrar a los socios ejecutivos y a la mayoría de los consejeros).

¹⁰⁴ BETTON *et al.* (2000, pp. 841-882). Sin embargo, lo cierto es que la drástica reducción de las opas hace que no sea ésta una vía muy esperanzadora de adquirir el control.

¹⁰⁵ La presencia de socios significativos comprometidos con la gestión favorece que se cambie el equipo gestor a través de *proxy fights*. Esto es una buena noticia para el conjunto de las sociedades y la eficiencia del sistema y una mala noticia para los *incumbents*: v. BEBCHUK *et al.* (2010, pp. 329-360). Por ello, a fin de proteger a los *insiders*, las compañías americanas han empezado a adoptar *poison pills* selectivas con un *threshold* bajo, dispuestas no para evitar cambios de control, sino para obstaculizar que los socios significativos combativos con los *controllers* –no así con los amistosos– aumenten su participación en la sociedad.

¹⁰⁶ CONAC *et al.* (2007, pp. 491 y ss.).

Por las mismas razones, los justos motivos de remoción afectan exclusivamente a la persona del consejero, no a quien le nombra.

Dicho con otras palabras, si los socios de control son expropiadores y la protección del ordenamiento a los socios externos es baja, la única decisión que pueden tomar los socios para defenderse, mal que nos pese, es vender –con descuento–. Desde esta perspectiva, si no está justificado que se use un mecanismo de separación de los administradores para separar o excluir a los socios de control de participar en el consejo, tampoco valdrá para hacer lo propio con los socios minoritarios. Sirve únicamente para lo que vale: para cesar al consejero, no para inhabilitar al socio para designar consejeros. Estas son las reglas de juego del contrato de sociedad y ninguna consideración, por fundada que esté en razones de equidad o de interés social, puede subvertir el estatus jurídico de los socios por el de los administradores. El único remedio es mejorar el derecho anti-expropiación y profundizar en mecanismos de rendición de cuentas.

(iii) La pieza de cierre de la tesis del competidor trata de apuntalar la premisa de que el administrador nombrado a través del sistema proporcional actúa necesariamente como correa de transmisión de las órdenes del socio competidor que lo designó¹⁰⁷. Se viene a decir que en estos casos existe una vinculación funcional entre el consejero –dominical– y el accionista que lo designa. *Ergo*, la mera sustitución del administrador por otro nombrado por el mismo socio no resuelve los graves peligros inherentes a tener un competidor sentado en el consejo de administración de la sociedad. Este planteamiento tampoco escapa del reproche.

Para empezar, este razonamiento, llevado al extremo, nos llevaría a la conclusión de que los consejeros minoritarios están sujeto a instrucciones individuales, mientras que los nombrados por la mayoría están sujeto a instrucciones colectivas. El propósito es identificar la sociedad con las personas que la controlan. Lo que nos devuelve a la primera casilla de la argumentación, que ya hemos visto que no se sostiene [v. supra, (i)]: los unos patrocinarían intereses particulares e interesados, espurios y peligrosos, en suma; los otros harían valer el interés social.

Segundo, esta misma línea de pensamiento se traslada al terreno del gobierno corporativo. Es bien sabido que una de las líneas maestras puesta en marcha por los códigos de buen gobierno ha consistido en reestructurar el consejo para transformarlo en un órgano de supervisión. Los consejeros externos o vigilantes se dividirán entre dominicales e independientes. Los dominicales son representantes de –algunos– accionistas, con incentivos y medios para controlar la tarea de los ejecutivos. Lo normal es que lo sean de los accionistas que conforman el bloque del control, pero también pueden tener asiento accionistas significativos. Los consejeros independientes representarían al cash-flow, a los accionistas flotantes o dispersos. En ambos casos, son administradores de la sociedad a todos los efectos.

¹⁰⁷ V. GUERRA MARTÍN (2009, pp. 637-638 y 647-648). También, SAP Barcelona de 14 de diciembre de 2005.

Pues bien, lo que se viene a decir es que los consejeros dominicales nombrados a través del sistema de representación proporcional están desacreditados *ex ante* porque se presume que la vinculación con el socio que lo nombró les inhabilita para desarrollar sus funciones en el interés común o social. Dos observaciones son pertinentes. La primera es que la influencia de los accionistas significativos está restringida a las tareas de control o de supervisión, porque la gestión de la sociedad recae en los ejecutivos (éstos sí, nombrados por los socios de control). La segunda reflexión nos recuerda que la esencia de los consejeros dominicales estriba justamente en representar los intereses heterogéneos de los accionistas¹⁰⁸. De ahí que en los entornos con elevada capitalización se salvaguarde un principio de proporcionalidad entre participación accionarial y representación en el consejo. Piénsese que si los intereses de los socios fueran coincidentes –como suele suceder en entornos de capital disperso– los consejeros dominicales se verían sustituidos por consejeros independientes. Por eso, el argumento ataca a la línea de flotación de –todos– los consejeros dominicales: si el reproche que se hace a los consejeros dominicales de la minoría consiste en que tienen un conflicto de intereses indirecto en virtud de su nombramiento, debería extenderse igualmente al resto de los consejeros dominicales.

Tercero, sea cual sea la procedencia del consejero, lo que no es dudoso es que han de cumplir las funciones que les marca la ley y están sometidos a las reglas y estándares que regulan su conducta. A priori, los consejeros dominicales tratarán de defender los intereses de los accionistas que los nombran, lo que en muchos casos puede incidir en mejorar el sistema de gobierno de la sociedad. Pero han de saber que, ante todo, han de servir con lealtad al interés social.

6. *¿Puede el socio –competidor– nombrar consejeros?*

En buena parte de este trabajo me he concentrado en revisar críticamente los excesos de la doctrina común, que he denominado la doctrina del competidor. Dejando a un lado los aprioris de la argumentación, el mayor reparo que suscita reside, a mi entender, en que peca de asimétrico y exagera el oportunismo de la mayoría: combina todos los ingredientes para desactivar interesadamente el sistema de representación proporcional. Dicho esto, he de apresurarme a admitir que es legítimo que la sociedad pueda no querer abrir las puertas del consejo a un competidor. No porque quiera dejar sin representación a una minoría incómoda, sino simplemente porque no goza de la confianza de los socios, lo cual es entendible y razonable. Un competidor no tiene que ser un rival maquiavélico y sin

¹⁰⁸ Según establece el código unificado de buen gobierno, “En función de su procedencia, los consejeros pueden tener sensibilidades, intereses e incluso, incentivos diversos. Pero ello no puede ser óbice para que el Consejo aspire a conseguir la debida interacción y convergencia en las actuaciones de sus miembros en la búsqueda común del interés social. La cohesión y la unidad del Consejo son, al margen del origen del nombramiento de cada consejero, factores decisivos para lograr un adecuado gobierno de la empresa”.

escrúpulos para resultar perturbador. Tan es así, que legítimamente pueden acordar en los estatutos que no haya consejeros competidores en el consejo¹⁰⁹.

El buen sentido dictamina que en estos conflictos, en los que hay intereses protegibles en juego por ambos lados, la mejor solución no es la excluyente -uno a costa del otro- sino la que busca acompasar ambos intereses y la compatibilidad del ejercicio de las reglas conflictuadas. Por un lado, el derecho de sociedades posibilita que los socios significativos rompan la hegemonía del bloque de control en el consejo, incrementando la vigilancia externa. Por otro lado, se arbitra un mecanismo de cese extraordinario de los consejeros para suplir las deficiencias de los mecanismos de cese ordinario o *ad nutum*. El objetivo es reaccionar frente a la deslealtad o la incapacidad de los consejeros de cumplir con sus deberes cuando la parte que podría separarlos, se abstiene de hacerlo.

¿Cómo consentir que los socios significativos -competidores- tengan representación en el consejo? El remedio es claro: con mejor gobierno corporativo. Ya he explicado largo y tendido que la regla del cese extraordinario debe ser sometida a una reducción drástica para que sea operativa. Ahora corresponde admitir que el derecho de representación proporcional de la minoría también debe ser atenuado. En efecto, ambas normas pueden coexistir de manera pacífica si el socio significativo que tiene el derecho a nombrar representación en el consejo elige a consejeros sustantivamente independientes, es decir, sin afiliación ni con la sociedad, ni con los socios con peso en el consejo. De esta manera se consigue incrementar la supervisión de los socios de control en el consejo, sin que la presencia de los representantes de la minoría despierten recelos interesados.

Este arreglo presenta otra ventaja. Si la sociedad tiene incentivos para comprobar la imparcialidad, reputación e independencia de los consejeros minoritarios, no les quedará más remedio que aplicarse la misma vara de medir en relación con los consejeros independientes nombrados por la mayoría. Lo cual contribuiría a elevar sustancialmente el nivel de profesionalización de los consejeros independientes en el conjunto de las sociedades -actualmente, un monopolio de los socios internos- y con ello, a mejorar el gobierno corporativo de nuestras sociedades.

Nada debería obstar al buen fin de esta vía intermedia. ¿O sí? La sentencia pionera en ensamblar la doctrina del competidor deniega expresamente esta posibilidad. Las razones, sin embargo, no son sólidas. Se viene a decir que cualquier consejero nombrado a través del sistema de representación proporcional es necesariamente un consejero dominical¹¹⁰. En cambio, sorprendentemente la misma presunción no se aplica a los socios internos. *Ergo*,

¹⁰⁹ HOPT *et al.* (2005, § 103 AktG, Rdn 60, p. 391). Nótese que entonces se aplicará a cualquier consejero, no sólo a los nombrados por la minoría.

¹¹⁰ Es verdad que el código unificado de buen gobierno peca de impreciso en este extremo, pues parece sostener que los consejeros nombrados por los socios significativos ingresan en el apartado de dominicales, en tanto representantes de los socios. Ciertamente será así, salvo que prefieran elegir a un independiente.

los únicos que por lo visto tienen capacidad para nombrar a los consejeros independientes son los socios mayoritarios. Contra toda lógica, los socios internos monopolizan en nuestro país la facultad de nombrar a los consejeros que se supone les van a vigilar y fiscalizar en interés de los socios externos. Con razón la literatura económica advierte que una de las mayores debilidades de los consejeros independientes reside en el sistema de nombramiento. Mientras no superemos tales incongruencias, el descrédito y la disfuncionalidad de los consejeros independientes no va a mejorar.

Esta materia debe ser revisada en profundidad. En los círculos académicos de gobierno corporativo se apunta que la representación de los socios externos en el consejo puede ser una oportunidad para revitalizar la supervisión de los socios internos a través de estos consejeros super-independientes¹¹¹. A fin de cuentas, los socios externos tienen los incentivos para plantar cara a los internos y buscar a profesionales que no se dejen amedrentar, máxime cuando su nombramiento y cese ya no depende de los sujetos a quienes fiscalizan.

7. Tabla de jurisprudencia citada

<i>Sala y fecha</i>	<i>Referencia</i>	<i>Magistrado ponente</i>
AP Barcelona, 14.12.2005	AC 2007/12	L. Garrido Espá
AP Barcelona, 12.06.2006	AC/2006/848	P. Gómez Sánchez
TS, 12.06.2008	RJ 2008/3221	J. Corbal Fernández
TS, 02.07.2008	RJ 2008/4277	J. R. Ferrándiz Gabriel
JMerc Bilbao (Vizcaya), 26.01.2011	JUR/2011/47776	M. F. Bermudez Avila
TS, 24.11.2011	RJ 2012/572	R. Gimeno-Bayón Cobos

¹¹¹ VENTORUZZO (2011, pp. 134-135) y MACEY (2008, pp. 90 y ss.). También, GUTIÉRREZ URTIAGA *et al.* (2012, pp. 34 y ss.).

8. Bibliografía

G. ALCOVER GARAU (1994), "La representación proporcional de la minoría en el Consejo de Administración de la SA y el principio mayoritario en el funcionamiento de la Junta General de accionistas", *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 2, pp. 83-100.

J. ALFARO ÁGUILA-REAL (1995), *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, La Ley, Madrid.

V. ATANASOV, B. BLACK y C. S. CICCOTELLO (2011), "Law and Tunneling", *Journal of Corporation Law*, Vol. 37º, núm. 1, pp. 101-151.

S. BAGHAT y J. A. BRICKLEY (1984), "Cumulative voting: the value of minority shareholder voting rights", *Journal of Law and Economics*, Vol. 27º, núm. 2, pp. 339-365.

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

S. M. BAINBRIDGE (2003), "Director primacy: the means and ends of corporate governance", *Northwestern University Law Review*, Vol. 97º, núm. 2, pp. 547-606.

M. BARCLAY y C. HOLDERNESS (1989), "The private benefits of control of public corporations", *The Journal of Financial Economics*, Vol. 25º, núm. 2, pp. 371-395.

L. A. BEBCHUK y M. J. ROE (1999), "A theory of path dependence in corporate ownership and governance", *Stanford Law Review*, Vol. 52º, núm. 1, pp. 775-808.

L. A. BEBCHUK, J. COATES IV y G. SUBRAMANIAN (2002), "The powerful Antitakeover force of staggered boards: Theory, Evidence, and Policy", *Stanford Law Review*, Vol. 54º, núm. 5, pp. 887-951.

L. A. BEBCHUK (2003), "The case for shareholders Access to the Ballot", *The Business Lawyer*, Vol. 59º, pp. 43-66.

L. A. BEBCHUK y A. COHEN (2005), "The cost of entrenched boards", *Journal of Financial Economics*, Vol. 78º, núm. 2, pp. 409-433.

L. A. BEBCHUK (2007), "The myth of shareholder franchise", *Virginia Law Review*, Vol. 93º, núm. 3, pp. 675-732.

L. A. BEBCHUK, A. COHEN y A. FERRELL (2009, a), "What matters in corporate governance?" *Review of Financial Studies*, Vol. 22º, núm. 2, pp. 783-827.

L. A. BEBCHUK y A. HAMDANI (2009, b), "The elusive quest for global governance standards", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 157º, núm. 5, pp. 1263-1317.

- L. A. BEBCHUK y S. HIRST (2010), "Private ordering and the proxy access debate", *The Business Lawyer*, Vol. 65º, núm. 2, pp. 329-360.
- M. BECHT, P. BOLTON y A. Röell (2007), "Corporate law and governance", en A. M. Polinsky y S. Shavell (dirs.) *Handbook of Law and Economics*, Vol. 2º, pp. 829-943.
- M. BELCREDI (2005), "Amministratori indipendenti, Amministratori di minoranza, e dintorni", *Rivista delle Società*, Vol. 50º, núm. 4, pp. 853-878.
- M. BENNEDSEN y D. WOLFENZON (2000), "The balance of power in closely held corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58º, núms. 1/2, pp. 113-139.
- M. BERTRAND, P. METAH y S. MULLAINATHAN (2002), "Ferretting out tunneling: An application to Indian business groups", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117º, núm. 4, pp. 121-148.
- S. BETTON y E. B. ECKBO (2000), "Toeholds, bid jumps, and expected payoffs in takeovers", *Review of Financial Studies*, Vol. 13º, núm. 4, pp. 841-882.
- B. BLACK y R. KRAAKMAN (1996), "A self-enforcing model of corporate law", *Harvard Law Review*, Vol. 109º, núm. 8, pp. 1911-1981.
- C. H. S. BOUWMAN (2011), "Corporate governance propagation through overlapping directors", *Review of Financial Studies*, Vol. 24º, núm. 7, pp. 2358-2394.
- A. BRAV, W. JIANG, F. PARTNOY y R. THOMAS (2008), "Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance", *Journal of Finance*, Vol. 63º, núm. 4, pp. 1729-1775.
- M. BURKART, D. GROMB y F. PANUNZI (1997), "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112º, núm. 3, pp. 693-728.
- M. BURKART y F. PANUNZI (2006), "Agency Conflicts, Ownership Concentration, and Legal Shareholder Protection", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 15º, núm.1, pp. 1-31.
- K. H. CHUNG y J. K. KIM (1999), "Corporate ownership and the value of a vote in an emerging market", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 5º, pp. 35-54.
- J. L. COLINO MEDIAVILLA (2009), "Separación ad nutum del administrador designado mediante el sistema proporcional. Comentario a la STS (Sala de lo Civil) de 2 de julio de 2008", *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 32, pp. 381-388.
- S. COOLS (2011), "Europe's Ius Commune on Director Revocability", *European Company and Financial Law Review*, Vol. 8º, núm. 2, pp. 199-234.

- P.-H. CONAC, L. ENRIQUES y M. GELTER (2007), "Constraining dominant shareholders' self-dealing: the legal framework in France, Germany and Italy", *European Company and Financial Law Review*, Vol. 491º, pp. 491-528.
- J. DAMMAN (2008), "Corporate ostracism: Freezing out controlling shareholders", *The Journal of Corporation Law*, Vol. 33º, núm. 3, pp. 681-744.
- P. DAVIES, H. HANSMANN, G. HERTIG, K. HOPT, H. KANDA, R. KRAAKMAN y E. ROCK (2009), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2ª ed., Oxford University Press, Oxford.
- G. F. DAVIS (2006), "The significance of board interlocks for corporate governance", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 4º, núm. 3, pp. 154-159.
- H. DE ANGELO y L. DEANGELO (1985), "Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock", *Journal of Financial Economics*, Vol. 14º, pp. 33-71.
- I. DITTMANN, E. MAUG y C. SCHNEIDER (2010), "Bankers on the Boards of German Firms: What They Do, What They Are Worth, and Why They Are (Still) There", *Review of Finance*, Vol. 14º, núm. 1, pp. 35-71.
- S. DJANKOV, R. LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES y A. SHLEIFER (2008), "The law and economics of self-dealing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 88º, núm. 3, pp. 430-465.
- A. DYCK y L. ZINGALES (2004), "Private Benefits of Control: An International Comparison", *Journal of Finance*, Vol. 59º, núm. 2, pp. 537-600.
- L. ENRIQUES (2002), "Do corporate law judges matter? Some evidence from Milan", *European Business organization Law Review*, Vol. 3º, núm. 4, pp. 756-821.
- L. ENRIQUES (2009), "Corporate Governance reforms in Italy: What has been done and what is left to do", *European Business Organization Law Review*, Vol 10º, núm. 4, pp. 477-513.
- C. FRACASSI y G. TATE (2011), "External Networking and Internal Firm Governance", *The Journal of Finance*, Vol. 67º, núm. 1, pp. 153-194.
- J. GALLEGO LARRUBIA (2003), *Prohibición de competencia de los administradores de las sociedades de capital*, Zaragoza.
- E. GALLEGO SÁNCHEZ (2011), en Á. ROJO FERNÁNDEZ-RIO y E. M. BELTRÁN SÁNCHEZ (coords.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, T. I., Civitas, Madrid.

J. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE (1976), en J. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE y R. URÍA GONZÁLEZ (dirs.) *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, 3ª ed., Vol 2º, Madrid.

B. A. GERBER (2007), "Enabling interlock benefits while preventing anticompetitive harm: toward an optimal definition of competitors under section 8 of the Clayton Act", *Yale Journal of Regulation*, Vol. 24º, núm. 1, pp. 107 y ss.

R. J. GILSON y R. KRAAKMAN (1991), "Reinventing the outside director: An agenda for institutional investors", *Stanford Law Review*, Vol. 43º, núm. 4, pp. 863-906.

J. GIRÓN TENA (1952), *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid.

P. GOMPERS, J. ISHII y A. METRICK (2002), "Corporate governance and equity prices", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118º, núm. 1, pp. 107-155.

P. GOMPERS, J. ISHII y A. METRICK (2003), "Corporate Governance and equity prices", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118º, núm. 1, pp. 107-155.

P. GOMPERS, J. ISHII y A. METRICK (2010), "Extreme governance: an analysis of dual-class firms in the United States", *Review of Financial Studies*, Vol. 23º, núm. 3, pp. 1051-1088.

J. N. GORDON (1994), "Institutions as relational investors: A new look at cumulative voting", *Columbia Law Review*, Vol. 94º, núm. 1, pp. 124-192.

Z. GOSHEN (2003), "The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality", *California Law Review*, Vol. 91º, núm. 2, pp. 393-438.

G. GUERRA MARTÍN, "La separación de consejeros dominicales por conflicto de intereses del accionista al que están vinculados", *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 272, pp. 621-648.

Mª. GUTIÉRREZ URTIAGA y Mª. I. SÁEZ LACAVE (2010), "A Carrot and Stick Approach to Discipline Self-dealing by Controlling Shareholders", *ECGI Law Working Paper*, núm. 138, pp. 1-46.

Mª. GUTIÉRREZ URTIAGA y Mª. I. SÁEZ LACAVE (2012), "El mito de los consejeros independientes", *InDret 2/2012*, (www.indret.com), pp. 1-44.

C. G. HOLDERNESS y D. P. SHEEHAN (1985), "Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 14º, núm. 4, pp. 555-579.

J. HOPT y M. ROTH (2005), "§ 100", en *AktG GrossKommentar §§ 95-117*, Berlin.

J. ISHII y Y. XUAN (2010), "Acquirer-Target Social Ties and Merger Outcomes", *Working Paper*, *Harvard Business School*, disponible en www.ssrn.com.

M. LUTTER (1993), "Die Unwirksamkeit von Mehrfachmandaten in den Aufsichtsräten von Konkurrenzunternehmen", en *Festschrift für Karl BEUSCH*, De Gruyter, Berlin.

J. JUSTE MENCÍA (1995), *Los derechos de minoría en la sociedad anónima*, Aranzadi, Pamplona.

J. JUSTE MENCÍA (2006), "Facultad de cooptación del consejo de administración y derecho de representación proporcional de la minoría", *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 27, pp. 345-351

A. KLEIN y E. ZUR (2009), "Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors", *Journal of Finance*, Vol. 64º, núm. 1, pp. 188-229.

S. JOHNSON, R. LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES y A. SHLEIFER (2000), "Tunneling", *American Economic Review*, Vol. 90º, núm. 2, pp. 22-27.

R. LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER y R. VISNHY (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106º, núm. 6, pp. 1113-1155.

L. A. LINDSEY (2008), "Blurring firm boundaries: the role of venture capital in strategic alliances", *The Journal of Finance*, Vol. 63º, núm. 3, pp. 1137-1168.

J. MACEY (2008), *Corporate Governance*, Princeton University Press, Princeton.

F. MARTÍNEZ SANZ (1992), *La representación proporcional de la minoría en el Consejo de Administración de la sociedad anónima*, Civitas, Madrid.

F. MARTÍNEZ SANZ (1994), *Provisión de vacantes en el consejo de administración de la sociedad anónima*, 1ª ed., Aranzadi, Madrid.

F. MARTÍNEZ SANZ y M. NAVARRO (2001), en I. ARROYO MARTÍNEZ y J. M. EMBID IRUJO (coords.) *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, T. II., Madrid.

G. MATVOS y M. OSTROVSKY (2008), "Cross-ownership, returns, and voting in mergers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 89º, núm. 3, pp. 391-403.

M. S. MIZRUCHI (1996), "What do interlocks do? An analysis, critique and assessment of research on interlocking directorates", *Annual Review of Sociology*, Vol. 22º, núm. 1, pp. 271-298.

P. MONTALENTI (2006), "Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio", *Rivista delle Società*, Vol. 51º, núms. 5/6, pp. 975 y ss.

R. MORCK, A. SCHLEIFER y R. VISHNY (1988), "Management ownership and market valuations: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20º, pp. 293-316.

T. NENOVA (2003), "The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68º, núm. 3, pp. 325-351.

M. NOTARI y M. STELLA RICHTER JR. (2006), "Adeguamenti statutari e voto a scrutinio segreto nella legge sul risparmio", *Le Società*, Vol. 25º, núm. 5, pp. 533-544.

J. C. PAZ-ARES RODRÍGUEZ (1993), en R. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, L. DIÉZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, J. C. PAZ-ARES RODRÍGUEZ y P. SALVADOR CODERCH (eds.) *Comentario del Código Civil*, 2ª ed., Centro de publicaciones del Ministerio de Justicia, Madrid.

J. C. PAZ-ARES RODRÍGUEZ (2004), "El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor", *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 251, pp. 7-60.

E. POLO SÁNCHEZ (1992), "Comentario art. 131 LSA", en R. URÍA GONZÁLEZ, A. MENÉNDEZ MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA RUIZ (dirs.) *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Civitas, Madrid.

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

V. RIBAS FERRER (2011), en Á. ROJO FERNÁNDEZ-RIO y E. M. BELTRÁN SÁNCHEZ (coords.) *Comentarios a la ley de sociedades de capital*, T. I., Civitas, Madrid.

D. T. ROBINSON y T. E. STUART (2007), "Network Effects in the Governance of Strategic Alliances", *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 23º, núm. 1, pp. 242-273.

A. RONCERO SÁNCHEZ (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 administración proporcional", *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 31, pp. 187-202.

M^a. I. SÁEZ LACAVE (2008), "Las bases económicas del derecho de la junta de socios", *InDret* 2/2008, (www.indret.com), pp. 1-64.

J. R. SALELLES CLIMENT (2011), en Á. ROJO FERNÁNDEZ-RIO y E. M. BELTRÁN SÁNCHEZ (coords.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, T. I., Civitas, Madrid.

F. SÁNCHEZ CALERO (2007), *Los administradores en las sociedades de capital*, 2ª ed., Civitas, Madrid.

M. C. SCHOUTEN (2010), "The mechanisms of voting efficiency", *Columbia Business Law Review*, Vol. 3º, pp. 763 y ss.

- J. SEMLER (2004), "§ 103 AktG", en B. KROPFF y J. SEMLER (dirs.) *Münchener Kommentar AktG*, Verlag C. H. Beck, Munich.
- J. M. SERRANO CAÑAS (2008), *El conflicto de intereses en la administración de sociedades mercantiles*, Real Colegio de España, Bolonia.
- A. SHLEIFER y R. W. VISHNY (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94º, núm. 3, pp. 461-488.
- A. SHLEIFER y R. W. VISHNY (1997), "A survey of corporate governance", *The Journal of Finance*, Vol. 52º, núm. 2, pp. 737-783.
- L. E. STRINE JR. (2005), "The Delaware way: how we do corporate Law, and some of the new challenges we (and Europe) face", *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 30º, núm. 3, pp. 673-696.
- J. TIROLE (2006), *The theory of corporate finance*, Princeton University Press, Princeton.
- M. VENTORUZZO (2007), "La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il D. Lgs. n. 303 del 2006: prime osservazioni", *Rivista delle Società*, Vol. 52º, núm. 1, 205-251.
- M. VENTORUZZO (2011), "Empowering shareholders in directors' elections: a revolution in the making", *European Company and Financial Law Review*, Vol. 8º, núm. 2, pp. 105-144.
- D. YERMACK (2010), "Shareholder voting and corporate governance", *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 2º, núm. 1, pp. 103-125.
- L. ZINGALES (1995), "What Determines the Value of Corporate Votes", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110º, núm. 4, pp. 1047-1073.
- W. ZÖLLNER (1963), *Die Schranken der mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei der privatrechtlichen Personenvverbänden*, München-Berlin.