

Resumen

En el presente artículo se discuten los retos a los que se enfrenta el gobierno corporativo de las sociedades con socios de control o controladas que cotizan en Bolsa respecto a la protección de los inversores externos. En Europa continental, la mayoría de las sociedades cotizadas presentan una estructura de propiedad concentrada, y como se verá, este tipo de propiedad resulta problemático. Un análisis pormenorizado revela que el gobierno corporativo en estas sociedades choca con importantes problemas de diseño. Se supone que las jurisdicciones europeas atesoran un mayor historial y experiencia a la hora de tratar con estas sociedades, al menos en comparación con la experiencia estadounidense. Sin embargo, nuestro análisis muestra que el gobierno corporativo de estas empresas se ocupa principalmente del problema de agencia «accionistas-administradores», dejando, por tanto, sin resolver el relativo al «accionistas internos-accionistas externos». La conclusión que arroja este estudio es que, pese al esfuerzo regulatorio realizado por los legisladores europeos durante las últimas décadas, los *outsiders* gozan de menor protección en las sociedades cotizadas europeas con accionistas de control que sus homólogos de EE.UU.

Palabras clave: gobierno corporativo, estructura de propiedad, concentración de capital, derecho de sociedades, sociedad controlada, accionista de control, protección del inversor externo, expropiación de accionistas minoritarios.

Abstract

In this paper we consider the corporate governance challenges of the protection of outside investors of listed controlled firms. In Europe, most listed firms have concentrated ownership structures. However, this ownership type is problematic. A clinical analysis reveals that the corporate governance in these firms in terms of liability, voice and exit faces important design problems. European jurisdictions are supposed to be more veteran and skilled in dealing with these firms, at least in comparison to the American experience. Nevertheless, our analysis shows that the corporate governance of these firms is mainly aimed at checking the shareholders-manager agency problem leaving the controlling shareholder-minority agency problem unresolved. As this article explains, in spite of the regulatory effort that European jurisdictions have made during the last decades, outside investors in European listed firms with controlling shareholders are poorly protected compared to US investors.

Key words: corporate governance, ownership structure, ownership concentration, corporation law, controlled companies, controlling shareholders, outside investor protection, minority expropriation.

JEL classification: G32, G34, G35, K22.

LOS RETOS DEL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES CONTROLADAS

María GUTIÉRREZ

Universidad Carlos III de Madrid

Maribel SÁEZ

Universidad Autónoma de Madrid

I. INTRODUCCIÓN

EL gobierno corporativo versa sobre compromiso y confianza. De lo que se trata es de determinar de qué manera los *insiders* en una empresa pueden comprometerse ante los proveedores de recursos financieros externos a ofrecerles una tasa de rentabilidad con un grado de confianza suficiente en el cumplimiento de dicho compromiso (1). En última instancia, el gobierno corporativo pretende reducir los conflictos de intereses y obligar a los *insiders* a rendir cuentas frente a los externos, dado que poseen la información y toman las decisiones en su nombre. Pese a que el término «gobierno corporativo» agrupa diferentes mecanismos de protección, todos encajan dentro de una u otra de las siguientes tres categorías: salida, voz y responsabilidad (2). Con todo, un hecho importante al que no se ha prestado la suficiente atención es que la eficacia de los mecanismos de salida, voz y responsabilidad depende de la naturaleza de los inversores externos y de los *insiders* que ejercen el control (3).

En el presente artículo analizamos el problema del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas controladas; es decir, aquellas empresas cuya estructura de propiedad está concentrada y donde los *insiders* (accionistas de control) acuden a los mercados de valores en busca de nue-

vas aportaciones de capital de inversores externos (*outsiders*), conservando en todo momento una participación suficiente para seguir controlando la gestión (4). Aunque la literatura sobre el gobierno corporativo se ha centrado tradicionalmente en las sociedades cotizadas con propiedad dispersa, la importancia cada vez mayor de las empresas controladas es un hecho indiscutible tanto en EE.UU. como en Europa.

En EE.UU., gigantes como Google, Facebook y otras empresas tecnológicas en las que los socios fundadores han mantenido una participación de control tras su salida a Bolsa han reactivado de nuevo el debate sobre el impacto que los accionistas de control tienen en el valor de empresa, y los problemas que entraña la protección de los inversores externos (5). En este debate existen posturas enfrentadas: algunos académicos estadounidenses aplauden el cambio, aduciendo que EE.UU. ha ido demasiado lejos en la reducción de los incentivos para los accionistas de control hasta crear una situación de «directivos fuertes-propietarios débiles», y reclaman un tratamiento más tolerante para con los accionistas de control (6). Desde esta perspectiva, se considera que los accionistas de control son valiosos porque la falta de liquidez de sus paquetes accionariales les incentiva a centrarse en el valor a largo plazo

de la empresa, eliminando con ello el riesgo de infrainversión generado por los fuertes incentivos de corto plazo que acucian a los gestores (7). Pero por el lado contrario, los riesgos de las sociedades controladas están bien contrastados: se observan evidencias claras de expropiación a los *outsiders* en jurisdicciones cuyas empresas muestran una concentración de la propiedad tradicionalmente elevada (8). En este nuevo contexto, el *tunelling* (distracción de recursos en beneficio propio) de la empresa, las operaciones vinculadas (*self-dealing*) y otras formas de expropiación del inversor podrían resultar motivos de preocupación para el regulador estadounidense.

En Europa continental, donde las sociedades controladas siempre han sido el modelo societario o empresarial predominante, el regulador está centrado en reducir la brecha de desarrollo de los mercados de capital respecto a los países anglosajones (9), tarea que parece revelarse más ardua de lo que se pensaba. Durante los últimos veinte años, desde la publicación del informe Cadbury, se han sucedido las reformas de los códigos de gobierno corporativo (ya sea regulando la composición del consejo de administración o mejorando el sistema de participación en las juntas generales de accionistas), pero Europa continúa rezagada en cuanto a número de sociedades cotizadas, siendo todavía relativamente bajo el número de empresas que acuden al mercado bursátil para financiarse. Además, hay evidencias tanto de expropiación de los accionistas minoritarios como del uso extendido de mecanismos que permiten separar la propiedad y el control (10).

En este artículo analizamos las insatisfacciones del funcio-

namiento de los mecanismos de salida, voz y responsabilidad en las jurisdicciones europeas, tres mecanismos que pretenden limitar el poder de los accionistas de control en cualquier jurisdicción. Una aproximación superficial podría afirmar que dado que las estructuras de propiedad a ambos lados del Atlántico están convergiendo, los problemas relativos al gobierno corporativo también deberían mostrar una pauta convergente. Pero un análisis más pausado nos lleva a apreciar las profundas diferencias en la regulación de los accionistas de control en Europa y en EE.UU., lo que a la postre explica la mayor expropiación de los *outsiders* en las sociedades controladas europeas, y el infra-desarrollo del mercado bursátil en Europa respecto a EE.UU.

Vaya por delante que los mecanismos de gobierno corporativo, que están diseñados para disciplinar a los administradores, son difíciles de aplicar a los accionistas de control. Tanto los mecanismos de voz como de salida tienen una virtualidad relativa en estas sociedades. La amenaza de «salida» ejercida por los pequeños inversores, que pueden vender sus acciones y, con ello, forzar a la baja los precios de mercado, puede funcionar en sociedades con importantes necesidades financieras. Pero un accionista de control en una sociedad que genera flujos de caja libre (*free cash flows*) puede optar por no distribuirlos sino retenerlos, una decisión que se puede considerar de expropiación de los accionistas minoritarios. Y se echan de menos herramientas efectivas que puedan obligarle a distribuir estos flujos de caja libre como dividendos, dado que el mercado no ejerce ninguna presión sobre el socio de control, mientras sí lo

hace sobre los administradores. Por su lado, el mecanismo de voz concede amplios derechos de control al accionista mayoritario para supervisar a los directivos. Pero los accionistas externos, cuyos intereses podrían entrar en colisión con los del socio mayoritario, solo pueden confiar en ser representados por los consejeros independientes o los accionistas activistas; e incluso estos intermediarios de información carecen de demasiados recursos con los que oponerse al accionista mayoritario.

En cambio, la responsabilidad es una amenaza y un riesgo serio tanto para los directivos como para los accionistas de control en EE.UU., lo que contrasta con las profundas limitaciones conceptuales y de aplicación que encuentra en Europa. Las jurisdicciones europeas ofrecen un amplio elenco de mecanismos para que los accionistas activos se puedan oponer a las decisiones de los órganos de gobierno de la sociedad. Sin embargo, no proporcionan soluciones igual de eficaces para proteger a inversores externos pasivos y desorganizados de los grandes accionistas activos porque, a diferencia de EE.UU., el control efectivo de la sociedad por parte de los accionistas mayoritarios no suscita la obligación de cumplir los mismos deberes fiduciarios que los administradores.

Nuestra conclusión es que cuando se habla de sociedades controladas, las jurisdicciones europeas deberían replantearse la protección de los inversores externos. El regulador estadounidense está volcado en proteger a los inversores pasivos de quienes gestionan su dinero, ya sean estos los administradores o accionistas de control. En cambio, Europa subraya la con-

dición de accionistas de los inversores, vinculando, por tanto, su protección al ejercicio activo de los derechos de control que dicha condición les confiere. Si bien este enfoque puede funcionar de forma muy eficiente en sociedades no cotizadas, o incluso en las que sí cotizan pero presentan una propiedad dispersa, resulta claramente insuficiente para abordar los problemas que plantean las sociedades cotizadas controladas.

El resto del artículo está estructurado de la siguiente manera: en las secciones II, III y IV discutimos en detalle el funcionamiento de los mecanismos actuales de responsabilidad, salida y voz para controlar el poder de los accionistas mayoritarios, tanto en EE.UU. como en Europa continental. Por último, en la sección V presentamos las conclusiones.

II. GOBIERNO CORPORATIVO Y RESPONSABILIDAD DE LOS *INSIDERS*

La idea que subyace al mecanismo de la responsabilidad es que los agentes que ejercen el control de la sociedad deberían rendir cuentas de las decisiones que toman y que afectan a los accionistas. En este sentido, la responsabilidad es una herramienta muy poderosa para poner límites a la extracción de beneficios privados que permite el control. Los deberes fiduciarios cumplen bien esa función en el caso de los directivos, y no tiene dificultades para ser aplicado de forma efectiva, suponiendo, claro está, el funcionamiento correcto del sistema judicial (11). Pero la eficacia del mecanismo de la responsabilidad cambia radicalmente si existe un accionista de control.

Paradójicamente, en jurisdicciones en las que lo habitual es la propiedad dispersa, está extendida la percepción de que el control judicial es la mejor respuesta para refrenar el oportunismo de los controladores, con independencia de la identidad de estos –directivos o accionistas (12)–. En cambio, en jurisdicciones en las que lo habitual es encontrar estructuras de propiedad concentradas, el porcentaje de acciones legales derivativas (*derivate suits*) contra los directivos y los accionistas de control es cercano a cero.

Hay dos teorías para intentar explicar por qué la responsabilidad no funciona bien en jurisdicciones caracterizadas por una concentración elevada del capital (13).

La primera, defendida sobre todo por juristas europeos, es que el Derecho en dichas jurisdicciones cuenta con remedios y doctrinas específicos para limitar el poder de los accionistas mayoritarios, sobre todo a través de métodos únicos de litigación que sirven como sustituto de las *acciones derivativas* (14). En Europa, la junta general de accionistas adopta muchos acuerdos debido a que los socios son llamados a votar sobre muchas más cuestiones que sus homólogos estadounidenses. Y los accionistas pueden impugnar esas decisiones adoptadas por la junta (obsérvese, no obstante, que la parte del león de las operaciones de autocontratación (*self-dealing*) en las que está implicado el socio de control se encuentran fuera de su alcance, al ser adoptadas por el consejo de administración). Dada la estructura de propiedad, los *outsiders* no están protegidos *ex ante* (ya que las facultades de voto del bloque de control no se

ven alteradas) sino «*ex post*», a través de la posibilidad de impugnar judicialmente la decisión si estiman que viola alguna ley o vulnera sus intereses. Una resolución de la junta general de accionistas puede ser impugnada por una parte de socios minoritarios (o incluso por un solo accionista) y anulada por el juez bajo determinadas circunstancias. Ahora bien, aunque las acciones de impugnación de acuerdos sociales se emplean con cierta asiduidad en Europa continental, donde es habitual la existencia de accionistas de control, este mecanismo de litigación no está, en realidad, destinado a proteger los intereses de los *outsiders* frente al bloque de control, sino a proteger el interés de la propia sociedad (y curiosamente, el interés social se equipara frecuentemente con el interés particular de su *controller*). De hecho, no hay un criterio claro para distinguir las decisiones conflictuadas o interesadas, de las que no lo son, por lo que los jueces siguen con bastante celo la jurisprudencia, que suele limitarse a considerar si la resolución adoptada es conforme a la legalidad (sobre todo en lo relativo al procedimiento), o bien aplicando una suerte de regla general por la que el perjuicio que el demandante hubiera sufrido tras la ejecución se compara con el perjuicio derivado para la sociedad en caso de no ejecutarse la resolución. Y, tanto o más importante que esto, no está claro si ejerce un poder disuasorio significativo sobre las conductas improcedentes o impropias del accionista de control, pues las consecuencias para un *blockholder* desleal son mínimas, llegando como mucho a la anulación judicial del acuerdo societario (15). Sin olvidar, como ya hemos advertido, que la mayoría de las operaciones oportunistas

de *self-dealing* que generan conflictos entre los accionistas de control y los inversores *outsiders* solo requieren de la aprobación del consejo de administración y no se someten a la junta general. Claramente, las acciones derivativas y las rescisorias están lejos de ser equivalentes funcionales.

La segunda línea de pensamiento que intenta explicar las diferencias entre Europa y EE.UU. sostiene que la litigación no funciona bien en Europa debido a los problemas en su aplicación legal efectiva (*enforcement*) (16). El uso de la responsabilidad en Europa podría ser escaso a causa de los problemas técnicos planteados por leyes de enjuiciamiento obsoletas y las deficiencias de un sistema procesal anticuado (por ejemplo, en lo tocante a la legitimación activa para interponer una demanda, la distribución de los riesgos que entraña el hecho de pleitear, el acceso a la información, etc.) (17). Otros problemas, tales como la deficiente redacción de la legislación, la falta de *expertise* de los jueces o la aplicación de enfoques jurídicos formalistas también podrían dificultar el recurso a la litigación como medio de inspección de los socios de control en estas jurisdicciones (18). Es verdad que estas trabas también se encuentran presentes en el caso de las acciones derivativas contra los directivos, si bien lo que está en juego en estos casos es mucho menor, ya que están sometidos a escrutinio y supervisión del accionista de control.

Con todo, nuestra tesis es que, a un nivel más conceptual, los mecanismos de responsabilidad no funcionan bien en las jurisdicciones europeas porque el objetivo del legislador no es tanto reducir la expropiación de algunos accionistas a manos

de otros como evitar que los conflictos de intereses entre los accionistas dañen a la sociedad. Por esta razón, todos los accionistas tienen un deber de lealtad hacia el interés agregado de la sociedad, el cual se hace corresponder con el interés de la mayoría. Los deberes fiduciarios del accionista de control para con los restantes accionistas en tanto administradores o *controllers de facto* no se reconoce en las leyes; es más, en la mayoría de los países, ni siquiera se encuentran desarrollados en la jurisprudencia. Parecería que disciplinar a los accionistas de control mediante la litigación no forma parte del acuerdo de los participantes en estas organizaciones (19). Esto sucede porque hay tres importantes problemas que dificultan la determinación de los deberes fiduciarios del socio de control hacia los *outsiders*.

En primer lugar, resulta difícil determinar qué interés debería prevalecer. Por un lado, los accionistas de control, en la medida en que controlan las decisiones empresariales, actúan como agentes de los *outsiders*. Pero, por otro lado, en tanto que accionistas, los socios de control pueden defender su propio interés en la sociedad. En consecuencia, legisladores y magistrados tienen dificultades para imputar responsabilidad legal a los accionistas de control cuando la conducta de estos puede resultar perjudicial para los minoritarios, pero no para el «interés de la sociedad», que suele coincidir con el interés de la mayoría, lo que necesariamente incluye al accionista de control (20). Parece fuera de toda duda que los directivos, en tanto que agentes fiduciarios, deberían postergar sus intereses particulares y actuar en interés de la sociedad (es decir, de los accionistas como colectivo). Pero no está

nada claro dónde fijar los límites si alguno de los socios detenta a su vez una participación de control. Por tanto, a menos que los accionistas de control ocupen asimismo un cargo directivo, rara vez quedan sujetos a responsabilidad ante los tribunales.

En segundo lugar, los accionistas de control pueden extraer beneficios privados mediante la celebración de transacciones comerciales o empresariales que se adoptan en el ámbito de la discrecionalidad (*business judgment rule*) y tales transacciones resultan difíciles de identificar y regular. Las reglas de la responsabilidad son más fáciles de aplicar a las transacciones cuando el accionista de control celebra un contrato directo con la sociedad e interviene en ambos lados de la transacción. Como ejemplo, cabe citar las decisiones sobre remuneración vía salarios o pensiones, la aprobación de préstamos al personal, etc. En estos casos, el tratamiento del accionista de control debería ser similar al tratamiento que se le da al administrador. Pero, más frecuentemente, los accionistas de control pueden extraer beneficios privados alterando decisiones de negocio o estratégicas (21). Lo cual resulta especialmente evidente si el accionista de control es la sociedad matriz o el Estado, aunque también es fácil de constatar en el caso de familias que poseen acciones en un elenco de empresas. En liza puede haber una amplia variedad de decisiones de negocio, como adquisiciones u otras inversiones que, aun beneficiando de algún modo a los *insiders*, podrían no ser la mejor decisión atendiendo a los intereses de la minoría. Desde esta perspectiva, quizá sea demasiado difícil distinguir entre decisiones legítimas y aquellas

otras que van encaminadas a saquear el patrimonio social. En otras palabras, los tribunales –quizá como no podía ser de otra manera– suelen tratar las decisiones de negocio y estratégicas como imbuidas de cierta discrecionalidad. Este problema es especialmente acusado en el caso de grupos de sociedades por lo que respecta al tratamiento de las operaciones realizadas dentro del grupo (22).

En tercer lugar, es difícil determinar el nivel óptimo de beneficios privados que debería tolerarse por parte de los tribunales. Obligar a que las transacciones «conflictivas» se realicen a «precios de mercado» no es una buena solución. Y ello por dos razones. Gilson y Schwartz (2013) aducen que cierta tasa de beneficios privados es necesaria para compensar a los accionistas de control por los costes de vigilancia que soportan, los cuales incluyen la falta de liquidez de su participación y la renuncia a los beneficios de diversificación inherentes al hecho de mantener una participación suficientemente elevada para permitirles vigilar a los gestores. Gutiérrez y Sáez (2013) argumentan que los accionistas de control también aportan a la sociedad oportunidades de negocio, y que una práctica restrictiva en materia de *self-dealing* podría coartar la celebración de transacciones eficientes. Las oportunidades de *self-dealing* surgen de forma natural durante las decisiones de negocio, y los accionistas de control, que pueden favorecerse de las transacciones de *self-dealing*, disponen de más información sobre el valor potencialmente añadido de estas decisiones de negocio. En consecuencia, la minoría podría actuar en su propio interés permitiendo al accionista de control llevar a cabo cierto grado de *self-dealing*

«informado», en lugar de obligarle a adoptar una decisión no informada. Así pues, no está nada claro que una estrategia legal encaminada a alcanzar un nivel de extracción de beneficios privados sea eficiente. En este sentido, la mejor regulación debería intentar preservar cierto nivel óptimo de beneficios privados, el cual diferirá probablemente de cero (23). El problema radica en dónde fijar este nivel. En otras palabras, la regulación óptima de la extracción de beneficios privados y su impacto en la toma de decisiones empresariales por parte de los accionistas de control encuentra muchas limitaciones y depende decisivamente de cada par controlador-sociedad (24). Esta disyuntiva o *trade-off* no puede resolverse de manera eficiente a través del Derecho societario o la jurisprudencia doctrinal.

Por último, debido a todos estos problemas, en la práctica la regulación solo tiene dos opciones: favorecer una tasa de beneficios privados baja (tendente a cero) o tolerar una tasa de beneficios privados elevada (a través de la ausencia de regulación o laxitud en su aplicación). La respuesta actual a este dilema en EE.UU. es de tolerancia cero, gracias a que la presión judicial es alta y que el control lleva aparejada la responsabilidad, incluso si ello va en detrimento del número de sociedades controladas. En cambio, la respuesta en las jurisdicciones europeas, en las que los accionistas de control son predominantes y todos los accionistas comparten un deber de lealtad hacia el interés colectivo de la sociedad, consiste en permitir una elevada tasa de beneficios privados para los accionistas de control, lo que es congruente con la equiparación entre interés de la sociedad e interés de la mayoría de accionistas (25).

En resumen, el mecanismo de la responsabilidad afronta grandes limitaciones para disciplinar a los socios de control en las sociedades controladas cotizadas europeas. Como consecuencia, se tolera legalmente una tasa de beneficios privados. La magnitud de dicha tasa dependerá de la salud de los mecanismos de gobierno corporativo alternativos, como el tamaño de los mercados, la dependencia de la financiación externa, la estructura institucional, etc. En consecuencia, y a diferencia de EE.UU., en Europa la responsabilidad y las disposiciones legales para combatir el *self-dealing* tienen escasa fuerza en los casos ordinarios, y solo juegan un papel, si es que lo hacen, en casos de saqueo manifiesto de la sociedad (en ocasiones, acudiendo a la vía penal).

III. GOBIERNO CORPORATIVO Y MECANISMOS DE SALIDA

Cuando pensamos sobre la salida, lo primero que suele venirnos a la mente son inversores individuales que venden sus acciones en los mercados secundarios. Pero existe una segunda dimensión del mecanismo de salida que conviene tener presente, y es la referida a los accionistas externos actuando unificadamente para inducir a los *insiders* a devolverles parte de los fondos invertidos en la sociedad a través de dividendos. En esta sección, analizaremos de qué modo cada una de estas dimensiones puede funcionar para disciplinar a los *insiders* tanto en sociedades en las que los *controllers* son los administradores como en aquellas otras en las que son los socios de control.

Respecto a la primera dimensión de salida, incluso los inversores pequeños y descoor-

dinados tienen la capacidad de acotar la arbitrariedad de los administradores y los socios de control «votando con los pies», esto es, negándose a seguir aportando capital a la sociedad. Si muchos *outsiders* optan por vender, el precio de la acción bajará, y esto puede ayudar a disciplinar a los *insiders* que controlan los fondos (26).

En el caso de los administradores de la sociedad, las consecuencias negativas de los bajos precios de mercado son más fuertes, ya que su salario y su reputación, así como la probabilidad de ser despedidos o perder su empleo como consecuencia de una OPA (oferta pública de adquisición de acciones), son hechos directamente vinculados al valor de la cotización bursátil. Por supuesto, la última crisis ha demostrado que, cuando los precios de mercado se ven distorsionados por burbujas a corto plazo, confiar demasiado en ellos para disciplinar a los administradores puede ser una mala idea (27). Téngase también en cuenta que nada de lo expuesto resulta de aplicación cuando existe un accionista de control, cuyo control es incontestable y, por definición, no puede ser despedido o sufrir una OPA hostil (28).

Pese a todo, tanto en el caso de sociedades con estructura de propiedad dispersa como concentrada, unos precios de mercado más bajos hacen que el acceso a la financiación resulte más difícil y costoso, y por consiguiente reduce las oportunidades de inversión para la empresa. Esta presión, derivada de los mercados financieros, será eficaz en el caso de sociedades con grandes necesidades de inversión cuyos beneficios no distribuidos sean bajos en comparación con sus oportunidades de inversión.

En consecuencia, si no genera flujos de caja libre, la amenaza de que un grupo numeroso de *outsiders* insatisfechos decidan vender sus acciones en el mercado bursátil constituirá un poderoso mecanismo de salida que mantendrá a raya el comportamiento de los *insiders* y les impedirá que expropien a los accionistas minoritarios.

Pero cabe preguntarse qué ocurre en el caso de sociedades dispuestas a cubrir sus necesidades de inversión a través de los fondos captados en anteriores ampliaciones de capital o con los beneficios no distribuidos. ¿Tiene en tal caso el mecanismo de salida impacto en el gobierno corporativo de estas sociedades que no necesitan recurrir a los mercados de capitales?

Esto nos lleva a la segunda dimensión del mecanismo de salida, a saber, la facultad de los *outsiders* de obligar o inducir una política de dividendos generosa que les permita recuperar el dinero que han invertido en la sociedad, reduciendo así la cuantía de los flujos de caja libre. Nótese que los *insiders* tienen incentivos para retener los flujos de caja libre dentro de la empresa, ya que pueden utilizarlos fácilmente para generar beneficios privados a costa de los *outsiders*. La literatura financiera esgrime argumentos de peso a favor de una política de dividendos generosa como medio para reducir este conflicto de agencia (29). Frank H. Easterbrook (1984) y Michael C. Jensen (1986) argumentan que, en este contexto, el reparto de dividendos elevados puede reducir la ratio entre beneficios no distribuidos e inversión, y someter a estas sociedades a la disciplina de tener que captar fondos en los mercados de capitales, por

lo que el mecanismo de salida vuelve a convertirse en una amenaza poderosa. Si los dividendos son elevados, los *insiders* ya no pueden financiar sus proyectos de inversión subóptimos a través de los flujos de caja libre y se verán forzados a recurrir a fondos ajenos o a recurrir de nuevo a los socios si quieren capital para invertir. Por tanto, aunque la emisión de valores es un proceso costoso que podría evitarse reteniendo los beneficios en la empresa, tiene la ventaja de permitir a los *outsiders* controlar la política de inversión y reducir los conflictos asociados al problema de agencia.

Los recientes estudios empíricos sobre la política de dividendos son consistentes con la idea de que los dividendos son un instrumento de gobierno corporativo al permitir a los *outsiders* reducir su inversión en la sociedad cuando existen flujos de caja libre (30). Esto sugiere que los dividendos son el mecanismo de salida perfecto para mantener a raya a los *insiders*, pero que una cosa sea deseable en la teoría no la convierte automáticamente en realidad. No está nada claro por qué, si la decisión sobre los dividendos está en manos de los *insiders*, estos habrían de seleccionar voluntariamente una política que menoscabe su discrecionalidad y les impida ejecutar su estrategia de inversión preferida.

Parecería lógico pensar que, cuando los *insiders* controlen la política de dividendos, solo la utilicen para reducir los flujos de caja libre si tienen un incentivo suficiente para ello. Así, la política de dividendos puede verse como complementaria a otros mecanismos de gobierno corporativo, como el temor a ser objeto de una OPA, las *stock options*

en los paquetes retributivos de los directivos, la presión de los consejeros independientes, el activismo de los inversores institucionales, etcétera (31).

Ahora bien, nuestros análisis previos revelan que si bien la responsabilidad es un mecanismo potente para acotar la discrecionalidad de los accionistas de control en EE.UU., Europa no cuenta con mecanismos de gobierno corporativo complementarios poderosos. En consecuencia, es improbable que los accionistas de control europeos estén incentivados a utilizar los dividendos como medio para reducir los flujos de caja libre y paliar la expropiación de los minoritarios. Al contrario, La Porta *et al.* (2000) muestran que en países con propiedad concentrada y una protección débil de los socios minoritarios, el *pay-out* (porcentaje de los beneficios distribuidos como dividendos) tiende a ser menor. Esto es consistente con lo observado por la literatura empírica más reciente centrada en analizar las diferencias en cuanto a política de dividendos según la estructura de propiedad: los resultados revelan que fuera de EE.UU., las sociedades con accionistas de control tienen ratios de *pay-out* más bajos (32).

Por consiguiente, la salida en los mercados financieros será un mecanismo de gobierno corporativo útil en empresas en fase de crecimiento que requieran de financiación externa para invertir y en aquellas que cuenten con mecanismos de gobierno corporativo complementarios para disciplinar a los administradores. Pero en sociedades con propiedad concentrada que generen flujos de caja libre, lo que resulta habitual en empresas maduras, la salida no funcionará

como mecanismo de gobierno corporativo eficaz si no existe amenaza de responsabilidad, tal y como ocurre en Europa continental. Además, consistente con la idea de una protección fuerte de los accionistas activos a través del voto, en los ordenamientos europeos la decisión sobre los dividendos es una materia reservada a la junta general de accionistas, donde el accionista de control posee un poder de voto desequilibrante. Esto se agrava en ausencia de mecanismos de responsabilidad o de voz complementarios –como la regla de la mayoría de la minoría– que puedan utilizarse para inducir al accionista de control a ofrecer una política de dividendos generosa que convierta a la sociedad en más dependiente de la financiación de inversores externos.

IV. GOBIERNO CORPORATIVO Y MECANISMOS DE VOZ

El ejercicio de los derechos de control o de decisión en la gestión de la sociedad por parte de los inversores se ha convertido en uno de los temas centrales del debate sobre el gobierno corporativo. En esta sección, nos centramos en dos cuestiones que quedan con frecuencia excluidas de la discusión. La primera alude al bajo impacto que el activismo de los accionistas tiene en las sociedades controladas, y cómo podría hacerse más eficaz para proteger a los *outsiders*. La segunda examina críticamente la regulación tradicional del empoderamiento de los minoritarios en jurisdicciones con accionistas de control como mecanismo útil para equilibrar los poderes de los *outsiders* frente al accionista de control.

La voz tiene dos dimensiones en las empresas cotizadas:

los inversores pueden ejercer sus derechos formales de control, bien para tomar decisiones reservadas a ellos (administración directa), bien para exigir a los administradores responsabilidades por sus decisiones (escrutinio y rendición de cuentas). En consonancia con los diferentes enfoques de protección de los inversores en EE.UU. y Europa, el énfasis en cada una de estas dimensiones de la voz es también diferente.

La administración directa significa que los inversores conservan un control total o parcial sobre las decisiones empresariales. Pero en realidad, este no es un enfoque muy eficaz para la protección de los *outsiders* en las sociedades cotizadas, pues estos tienden a adoptar una postura «racionalmente pasiva» y no recaban información ni actúan basándose en ella. De hecho, por ello se delega el control en los administradores. En consecuencia, en EE.UU., donde predominan las sociedades con estructura de propiedad dispersa, la administración directa se limita a unas pocas decisiones. La voz de los accionistas está básicamente restringida a la elección de los consejeros por medio de la delegación de voto, y a decisiones relativas a cambios en la estructura de capital y a pugnas por el control corporativo (33). No obstante, en la medida en que la administración directa la tienen delegada los administradores, la rendición de cuentas resulta crucial para la protección de los inversores. El deber de rendir cuentas de los administradores dentro de la sociedad supone que los inversores puedan supervisar y controlar al consejo, bloqueando las decisiones de negocio que no defiendan sus intereses. Por supuesto, dadas las expectativas de que estos inversores muestren una «inacción

racional», se vuelve necesario encontrar alguna parte informada capaz de desempeñar este papel crucial. La solución pasa por interponer partes informadas con intereses alineados con los de los *outsiders* y facultarlos para influir en las decisiones. Este es el rol que han asumido los inversores institucionales y los consejeros independientes, los verdaderos artífices de los cambios acaecidos en el mecanismo de voz durante las últimas décadas.

El problema que afrontan los ordenamientos europeos es bastante diferente, dado que su preocupación estriba en la protección de los accionistas activos. En este caso, a través de la voz se pretende otorgarles facultades de administración directa, de manera que la protección de sus intereses se derive del propio ejercicio de sus derechos de control. Es obvio que en aquellas jurisdicciones en las que el control está compartido entre los accionistas, la administración directa de los socios juega un papel más relevante, por lo que la junta general tiene reservadas competencias respecto a un gran número de decisiones clave, de las que la selección de los miembros del consejo es solo una más. Y si bien la rendición de cuentas ha salido significativamente reforzada tras las reformas de los códigos de gobierno corporativo en las últimas décadas, es menos importante en este sistema porque el administrador goza de menor libertad para tomar decisiones.

¿Qué ocurre cuando esta dualidad de regímenes relativos a la voz se aplica a las sociedades cotizadas controladas? En ambos tipos de regímenes, el control de estas sociedades está casi enteramente en manos de los accionistas de control, quienes

se encargan de decidir las operaciones de la sociedad.

En un régimen cuyo diseño busque la protección de los inversores pasivos, como el estadounidense, la rendición de cuentas se resentirá. A diferencia de los administradores, los accionistas de control son difíciles de supervisar o de influir, ya que no pueden ser despedidos, sufrir una OPA o ser incentivados a través de los paquetes retributivos para que tengan en cuenta los intereses de los *outsiders*. Además, las sociedades controladas no requieren de una mayoría de consejeros independientes, y el poder de voto relativo de los inversores institucionales se ve en gran medida disminuido. La rendición de cuentas solo resultará eficaz si las protestas de un grupo reducido de independientes o institucionales pueden conducir a sanciones legales o de mercado dimanantes del ejercicio de mecanismos de gobierno corporativo alternativos: responsabilidad o salida.

En un régimen como el europeo, orientado a la protección de los accionistas activos, los extensos mecanismos de administración directa serán monopolizados por el accionista de control para convertirse en administrador *de facto*. La administración directa dejará de proteger al resto de los accionistas, ya que el socio de control puede hacer valer su poder de voto para garantizarse la mayoría. Aunque los accionistas conservan fuertes derechos de control, y a menudo la adopción de las decisiones de negocio está sujeta a votación, su voz no marca una diferencia. Los accionistas de control hacen valer las amplias facultades otorgadas a los socios: nombramiento de cargos por mayoría, cese por decisión unilateral, limitación

de la duración de los mandatos, aprobación de los paquetes retributivos por la junta general, etcétera (34). Así, la facultad de administración directa del accionista de control se utiliza para disciplinar efectivamente a los administradores en todas estas materias (35). Como consecuencia, el elenco de los derechos de voto otorgada a la junta general de accionistas incrementa el poder del bloque de control sobre los administradores y promueve una toma de decisiones informada, pero amplifica el conflicto entre *insiders* y *outsiders*, dejando a los inversores externos desprotegidos frente al socio de control.

De modo que la voz solo puede proteger a estos inversores externos por la vía de la rendición de cuentas, como ya se ha mencionado, una tarea más difícil de implementar en las sociedades controladas porque al socio de control, aun controlando *de facto* la sociedad, no se le considera un agente fiduciario. Además, obsérvese que la rendición de cuentas será incluso más débil en las jurisdicciones europeas pues, como hemos visto en secciones anteriores, la responsabilidad y la salida también son mecanismos menos fuertes, con lo cual no pueden ser utilizados como palanca para disciplinar al accionista de control.

Este análisis de los problemas relacionados con el mecanismo de la voz en las sociedades cotizadas controladas revela la ineficacia tanto de la regulación tradicional de la voz en Europa como de las múltiples reformas del gobierno corporativo encaminadas a resolver los problemas de estas empresas en las últimas décadas. Como pasamos a discutir ahora, la regulación societaria en estas jurisdicciones está con-

cebida para sociedades sujetas a control pero no cotizadas, y las reformas del gobierno corporativo están pensadas para sociedades cotizadas con estructuras de propiedad dispersas.

Tradicionalmente, el reto para el legislador europeo ha consistido en organizar la correspondencia del control entre todos los accionistas y en proteger a todos los accionistas como patronos con fuertes derechos de administración. Por consiguiente, las jurisdicciones europeas, caracterizadas por la presencia de accionistas de control, han utilizado dos tipos diferentes de normas legales dirigidas a limitar el poder excesivo de los accionistas y a proteger a los inversores minoritarios. En origen, muchas de estas normas surgieron para ayudar a reducir los conflictos entre accionistas en sociedades no cotizadas, y algunas de ellas son el resultado de la actividad contractual entre las partes. Pero también se aplican a las sociedades cotizadas (pese a su característico mayor número de socios, asimetrías de información más acusadas e incremento de los costes de implementación que llevan aparejados). Ninguno de los dos tipos de normas legales previene eficazmente el grave problema de la expropiación, cuyo *hábitat* característico son las sociedades cotizadas controladas (36).

El primer grupo de normas legales utilizadas para otorgar un cierto poder de veto a los accionistas minoritarios restringen el derecho de voto del socio de control en algunas decisiones relevantes, alterando la regla de la mayoría y exigiendo supermayorías (en ocasiones, junto con elevados requisitos de *quorum*) o bien introduciendo normas que obligan a los socios conflictuados a abstenerse en la votación.

El segundo grupo de reglas contempla derechos especiales para la minoría como clase. Entre algunas de estas normas cabe citar la facultad otorgada a los inversores minoritarios de convocar una junta general de accionistas mediante orden judicial en caso de que no lo hagan los administradores, el derecho a proponer puntos para el orden del día, normas sobre el reparto de poderes entre el consejo y los accionistas, amplios derechos de información, derecho a una valoración independiente de sus acciones y su recompra forzosa a ese precio (*appraisal rights*), sistemas de representación proporcional en el consejo (*cumulative voting*), etcétera.

¿Funcionan estos distintos tipos de reglas como protección eficaz para los inversores? Estas reglas se topan con importantes problemas de implementación debido a cuestiones de procedimiento (37), si bien no es este el problema fundamental. Mientras que estas normas pueden ofrecer algo de protección a los socios minoritarios en las sociedades no cotizadas, en cambio resultan ineficaces para la protección de los pequeños inversores en las sociedades que sí cotizan. De hecho, los inversores *outsiders* rara vez hacen uso de los derechos que su condición de tales les atribuye. *El problema básico es que estas reglas se diseñan para proteger a los minoritarios activos, pero no a los outsiders pasivos.* Su propósito es reducir el poder de decisión del socio de control, pero dejan sin resolver los problemas concernientes a los pequeños inversores, como son la información asimétrica y la acción colectiva. Por este motivo, de un lado, estas medidas análogas al veto no impedirán la expropiación si para llevarlas a la práctica tenemos que confiar

en una masa dispersa de pequeños inversores (38) y, de otro lado, podrían ser utilizadas por minoritarios organizados con intereses potencialmente alejados de los pequeños accionistas para capturar al consejo o a la junta en las decisiones importantes (39). En consecuencia, existe el riesgo de generar nuevos costes de agencia al otorgar a algunos minoritarios un poder desproporcionado que les permita perseguir su propia estrategia.

Por tanto, para las sociedades cotizadas, la solución vendría de la mano de una rendición de cuentas reforzada. Es interesante, en este sentido, constatar que uno de los debates centrales sobre cómo mejorar el gobierno corporativo y proteger a los inversores tanto en Europa como en EE.UU. en la última década ha consistido en pensar cómo articular mejor la rendición de cuentas por parte de los *insiders*. Con todo, como veremos a continuación, estas reformas van dirigidas a disciplinar a los administradores en sociedades de propiedad dispersa, pero flaquean a la hora de exigir responsabilidades a los accionistas en las sociedades controladas.

Las reformas han ido dirigidas a facilitar el cese de consejeros, el nombramiento de otros nuevos o el cambio de la estructura de retribución, mediante las políticas *say-on-pay* (dar voz a los socios sobre la remuneración de los administradores). La premisa es que al dejar estas decisiones corporativas en manos de los accionistas debería aumentar la rendición de cuentas de los administradores hacia ellos: es lo que se conoce como «franquicia de los accionistas» o *Shareholders' Franchise* (40). Parece que estas medidas pueden funcionar bien para discipli-

nar a los administradores, pero son inútiles para poner coto al controlador cuando este es, a su vez, accionista.

Con todo, de un modo u otro, los *outsiders* deberían jugar un papel importante en las sociedades controladas de cara a limitar la capacidad de los accionistas de control de expropiar el patrimonio societario, a través de la ratificación y vigilancia de las decisiones con conflicto de interés. El objetivo es limitar la cuantía de los beneficios privados que pueden ser extraídos por los accionistas de control, así como favorecer la rendición de cuentas de los socios de control ante los socios minoritarios. En este sentido, la introducción de la regla de la mayoría de la minoría constituiría un gran avance en el diseño del mecanismo de voz en estas sociedades.

V. CONCLUSIONES

Nuestro análisis ha tratado de demostrar las limitaciones que tienen los mecanismos de salida, voz y responsabilidad para proteger a los *outsiders* o inversores externos frente a los accionistas de control, tanto en el contexto estadounidense como en Europa continental.

Empezando por el plano de la responsabilidad, hemos visto que, debido a los problemas para definir el nivel óptimo de beneficios privados en el caso de los accionistas de control, solo caben dos opciones regulatorias viables. La actual situación en Europa continental no contempla deberes fiduciarios específicos para el accionista de control hacia los *outsiders*, autorizando así una alta tasa de beneficios privados (41). La opción alternativa, ejemplificada por la práctica

seguida en EE.UU., trata a los accionistas de control exactamente igual que a cualquier otro agente fiduciario, por lo que se fiscaliza la extracción de beneficios privados en favor de cualquiera que controle las decisiones de la sociedad (42).

En relación con el mecanismo de salida, hemos analizado que la venta en los mercados financieros confiere una posibilidad de escape y liquidez a cualquier accionista externo particular, pero no a los inversores de mercado como grupo, y no sirve para disciplinar a los accionistas de control si la sociedad genera flujos de caja libre y no necesita acudir a los mercados financieros.

La mayor parte del debate actual sobre cómo mejorar el gobierno corporativo se centra en la voz. Ha quedado de manifiesto que mejorar estos problemas no es tarea fácil. Pero si hablamos de las sociedades controladas, la voz tiene una importante limitación natural. El accionista de control necesita una voz fuerte si se quiere que su función de control y administración resulte eficaz, y esta es la razón por la que las sociedades controladas generan valor. Es posible que constreñir esta voz pueda servir para reducir los problemas de expropiación, pero a costa de suprimir una de las principales ventajas de las sociedades controladas.

NOTAS

(1) Esta definición fue acuñada por SHLEIFER y VISHNY (1997). Pero los primeros en señalar la importancia de la asignación de los derechos de control entre *insiders* y *outsiders* a efectos de contratación financiera a nivel de la empresa fueron HART y MOORE (1989) y AGHION y BOLTON (1992).

(2) HIRSCHMAN (1970) en su libro titulado *Exit, Voice and Loyalty* fue el primero en efectuar la distinción entre estas tres categorías que se han convertido en la piedra angular para comprender el gobierno corporativo

desde una perspectiva tanto jurídica como económica. En realidad, no introduce la responsabilidad porque su foco se centra en el *trade-off* entre salida y voz, y considera el deber de lealtad como un instrumento de compromiso que induce el uso de la voz en lugar de la salida. Sin embargo, en este artículo, seguimos la interpretación más reciente de HANSMAN y KRAAKMAN (2015), que sustituyen «lealtad» por «responsabilidad» y argumentamos la existencia de diferentes grados de complementariedad entre estos tres mecanismos de control.

(3) La naturaleza de las partes en conflicto no solo varía de unas sociedades a otras, sino que también lo hace a lo largo del tiempo a medida que nuevos tipos de inversores entran o salen del mercado. Por ejemplo, el *insider* que detenta el poder puede ser un ejecutivo contratado o un grupo familiar, o incluso el Estado (cuyo papel como accionista ha disminuido en las economías desarrolladas, pero sigue siendo prevalente en las economías en desarrollo). Los *outsiders* pueden ser pequeños inversores, grandes accionistas significativos (*blockholders*) o un grupo de accionistas de control, pero actualmente un gran porcentaje de la propiedad total se encuentra en manos de inversores institucionales y *hedge funds*.

(4) GILSON y GORDON (2013) argumentan que la distinción canónica entre sociedades con estructura dispersa o concentrada en términos de gobierno está obsoleta, ya que la concentración de la propiedad en EE.UU. en manos de los fondos de inversión implica que la descripción de BERLE y MEANS ha dejado de tener actualidad. Sin embargo, si bien los fondos de inversión están asumiendo el papel de grandes accionistas, ello no suele ir acompañado de una función de control, pues la mayoría no intervienen activamente en la dirección de la empresa.

(5) GILSON y GORDON (2003), GILSON (2006), GILSON y SCHWARTZ (2013), GILSON y SCHWARTZ (2015), ZOHAR GOSHEN y ASSAF HAMDANI (2016).

(6) MARK J. ROE (1996).

(7) Los accionistas significativos o bloques de control (*blockholders*) palián este problema; véase EDMANS (2011) donde se presenta un modelo en el que los *blockholders* generan información sobre el valor fundamental de la empresa, llevándoles a vender sus participaciones en caso de surgir información negativa, lo que hace que los precios reflejen el valor fundamental y alienta a los gestores a invertir con la mirada puesta en el crecimiento a largo plazo. Consistente con este modelo, hay evidencia empírica que demuestra que los bloques de control contribuyen a aumentar la inversión por parte de la empresa (CRONQVIST y FAHLENBRACH (2009), y a disuadir la manipulación de los beneficios (BURNS, KEDIA y LIPSON (2008)).

(8) JOHNSON *et al.* (2000). Para una discusión más pormenorizada y ejemplos anecdóticos de *tunelling* en Estados Unidos, véase ATANASOV *et al.* (2011).

(9) Según datos del Banco Mundial, la ratio de capitalización bursátil como porcentaje del PIB en EE.UU. aumentó del 129,8 por 100 en 2005 hasta el 151,2 por 100 en 2014, mientras que el correspondiente a la zona del euro pasó del 59,4 por 100 en 2005 al 59 por 100 en 2014.

(10) BURKART y LEE (2008), ADAMS y FERREIRA (2008), ALMEIDA y WOLFENZON (2008), BEBCHUK *et al.* (2000), VENTORUZZO (2015).

(11) Según THOMPSON y THOMAS (2004), en 1998 y 1999 se interpusieron en Delaware 824 demandas colectivas (*class actions*), 87 demandas directas individuales y 137 acciones derivativas en casos de presunta infracción del deber fiduciario.

(12) GILSON y GORDON (2003) en la página 793 afirman que «lo importante es que la doctrina judicial pone efectivamente coto a los beneficios privados del control vinculados a la gestión de la sociedad». Esta idea es retomada en profundidad por GILSON y SCHWARTZ (2013).

(13) Este problema es analizado en JOHNSON *et al.* (2000), ENRIQUES (2002) y GELTER (2012). Por otro lado, el análisis sobre historia económica realizado por LAMOREAUX y ROSENTHAL (2006) demuestra que el difícil dilema al que se enfrentaban los tribunales en el siglo XIX era cómo proteger a los accionistas minoritarios sin promover en estos comportamientos de búsqueda de rentas que pudieran erosionar el poder del accionista de control. Por este motivo, los tribunales eran muy conservadores al definir qué constituía abuso de confianza por parte de quienes ejercían el control y tendían a conceder al grupo controlador el beneficio de la duda argumentado que era improbable que sus miembros mostraran un proceder lesivo para el valor de su propia participación.

(14) Como ejemplo de esta corriente, véase CONAC, ENRIQUES y GELTER (2007). RINGE (2015), pág. 505 («esta forma de acción legal fue oficialmente introducida en el S. XIX con el propósito de permitir a los accionistas individuales «meter en vereda» los comportamientos inadecuados de los accionistas significativos o *blockholders*»).

(15) La impugnación de los acuerdos sociales por los accionistas constituye un medio imperfecto para hacer valer los deberes fiduciarios (de fidelidad) del accionista de control. SÁEZ y RIAÑO (2013) aportan un estudio empírico de sentencias aplicando la sección de la Ley española de Sociedades Anónimas que regula la acción rescisoria por parte de los accionistas. En dicho trabajo muestran que este mecanismo de litigación se enfrenta a problemas tanto de *under* como de *over-enforcement*, haciéndose, por consiguiente, imperativa su reforma. No es eficaz a la hora de contener las facultades cuasi despóticas de los accionistas de control en la junta general y conduce a los denominados problemas de *hold-up*, que también han sido identificados como especialmente severos en Alemania por CAHN y DONALD (2010) y por BAUMS, KEINATH y GAJEK (2007).

Normalmente, la solución a estos problemas de «atraco» generados por unos «accionistas depredadores» es elevar los requisitos de legitimación activa, senda que han seguido varias jurisdicciones europeas, incluida la nuestra (v. art. 206 LSC).

(16) GILSON y SCHWARTZ (2013) se centran en el *judicial enforcement* como la llave para reducir los beneficios privados, y sugieren la introducción de un tribunal europeo especializado dedicado al gobierno corporativo y la resolución de controversias que pudiera jugar un papel similar al del *Delaware Court of Chancery* en EE.UU. No obstante, creemos que los problemas de *enforcement* existen fundamentalmente por las deficiencias de un sistema procesal anticuado, y los tribunales especializados se enfrentan a otros riesgos, en particular en los países pequeños, como es la posibilidad de verse capturados.

(17) SÁEZ y RIAÑO (2013).

(18) FERRARINI y GUIDICI (2006).

(19) La tendencia natural de los legisladores europeos es minimizar el impacto de la discrecionalidad en la aplicación de la ley por parte de los tribunales a través de los deberes fiduciarios. Un claro ejemplo lo tenemos en la ley sobre grupos de sociedades en Alemania, que erige un alambicado sistema para organizar las transferencias de capital a las filiales del grupo por operaciones intragrupo sobre una base anual (nótese que este sistema tiene un escaso efecto disuasorio sobre el comportamiento abusivo de los accionistas dominantes de los grupos). Otro ejemplo es la nueva Directiva sobre operaciones vinculadas, que hace pivotar su estrategia para abordar los beneficios privados en la introducción de reglas «*ex ante*» como sustituto de los mecanismos de rendición de cuentas «*ex post*». Con todo, algunos ordenamientos, en particular Alemania, han desarrollado a través de la jurisprudencia una doctrina de deberes de lealtad entre accionistas. Esto se aplica (también) a los accionistas mayoritarios, funcionando como herramienta de protección de la minoría. Pero su utilidad no debería sobrevalorarse. En este sentido, vemos la doctrina sobre el deber de lealtad como una suerte de sustituto de la doctrina de la opresión de la minoría en EE.UU. en el caso de las sociedades cerradas (*closely held corporations*). Bien es cierto que ha demostrado cierta efectividad en limitar el abuso de poder de voto por parte de la mayoría en decisiones «estructurales u organizativas» clave que pudieran resultar lesivas para los accionistas minoritarios, como la liquidación de la sociedad, la ampliación de capital u otras de índole similar. Pero no se ha revelado como un mecanismo eficaz para limitar la expropiación (por ejemplo, mediante prácticas de *self-dealing*), ni capaz de imponer la rendición de cuentas del accionista de control en las sociedades cotizadas.

(20) Se ha vuelto una práctica generalizada en las jurisdicciones de Europa continental definir el interés de la sociedad como un estándar abierto que debe ser objeto de

concreción atendiendo al procedimiento legal establecido para adoptar acuerdos sociales. En la práctica, no es fácil para los tribunales delimitar el interés de la sociedad, por lo que tienden a aceptar la definición del interés corporativo que esgrimen los accionistas de control. Conviene también resaltar que, dado que el estándar no ha de entenderse sustantivamente, es probable que los jueces lo confronten con aspectos de índole procedimental. En otras palabras, la regla de la mayoría determina cada vez en qué consiste el interés de la sociedad. Pero entonces, dicho estándar deja de ser útil y permite demasiada discreción al grupo mayoritario (SPINDLER 2008). Es por esta razón que SCHMIDT (2004) critica la interpretación imperante del «interés de la sociedad» por considerarla demasiado sesgada a favor del accionista de control.

(21) Véase ATANASOV, BLACK y CICCOTELLO (2011), DAMMAN (2008) y BERTRAND, MEHTA y MULLAINATHAN (2002).

(22) En la práctica, los grupos representan la forma más extrema de control por un accionista de control. No es de extrañar que la ley alemana haya abordado este problema mediante regulación compleja y «voluntarista», que se ha revelado bastante ineficaz. Para evitar pleitos basados en el deber de lealtad, han promulgado legislación específica para los grupos de sociedades basándose en los deberes especiales de información y auditoría exigibles a un grupo sobre su actividad. Véase ZÖLLNER (2007).

(23) GILSON y GORDON (2003) argumentan que la doctrina de Delaware restringe el grado en el que los accionistas de control pueden extraer beneficios privados de control hasta un nivel en el que resulta plausible afirmar que los beneficios para los accionistas minoritarios, gracias a la reducción de los costes de agencia respecto a los administradores y como resultado de la vigilancia concentrada ejercida por un accionista de control, superan el coste de los beneficios privados de control obtenidos por dicho accionista de control.

(24) GUTIÉRREZ y SÁEZ (2014) presentan un modelo donde los beneficios privados surgen como resultado de elecciones sobre los posibles modos de proceder en una relación a largo plazo. Estas elecciones se realizan con base en información limitada y asimétrica, e influyen en los beneficios tanto públicos como privados que se derivan para cada parte. La regulación afecta estas elecciones, por lo que tiene un enorme impacto en la eficiencia. Los citados autores demuestran que una regulación dirigida a conseguir un nivel cero de extracción de beneficios privados solo resultaría eficiente si se permitiera a las partes vincularse o desvincularse del contrato, algo que no es posible bajo el actual enfoque de tipo obligatorio.

(25) Véase JOHNSON *et al.* (2000). Los autores analizan tres sentencias clásicas de las jurisdicciones continentales, conocidas como caso Peronnet, caso Flambo y caso Marcilli, las cuales son muy ilustrativas de la tendencia

de los jueces a no entrar a examinar el fondo de las disputas corporativas cuando está implicado un accionista de control. En dichos casos, eluden imputar responsabilidad a los *insiders* aplicando un análisis meramente formal o doctrinal (por ejemplo, mediante una apelación hueca a los intereses del grupo, negando la posibilidad de recurrir la decisión en segunda instancia, o argumentando que la operación no es ruinoso para la sociedad).

(26) Los primeros en expresar formalmente la idea de que las cotizaciones bursátiles pueden jugar un papel en controlar la actuación de los administradores fueron HOLMSTROM y TIROLE (1993), quienes presentan un modelo en el que los *traders* del mercado bursátil secundario conocen las actuaciones de los administradores y proceden en consecuencia al operar, con lo que el administrador es disciplinado por la parte de su paquete retributivo vinculada a la cotización. Argumentan que este efecto es mayor cuando la propiedad es más dispersa y la liquidez de mercado es mayor, porque la liquidez aumenta los beneficios que los especuladores pueden obtener al operar con base en información. Debido a esto, BHIDE (1993) sostiene que la salida es una alternativa al activismo por parte de los grandes accionistas. Pero ADMATI y PFEIDERER (2009) presentan un modelo en el que la amenaza de salida (también conocida como *Wall Street Walk*) por parte de un gran accionista informado puede servir también para disciplinar a un administrador cuya remuneración incluye incentivos basados en acciones por lo que respecta a decisiones concretas, si bien puede tener un efecto negativo sobre el grado de iniciativa de la función gerencial.

(27) Cuando por las imperfecciones de mercado los precios a corto plazo se desvían de su valor a largo plazo (miopía de mercado), el valor de las inversiones a largo plazo, que puede ser crucial para la competitividad a largo plazo de la sociedad (como las capacidades en I+D), no se refleja en (incluso en ocasiones puede menoscabar) el precio a corto plazo de la acción. Confrontado por esta situación, un administrador cuya remuneración está en parte vinculada a la cotización (así como aquellos a los que les preocupa su futuro profesional) tenderá a infrainvertir. En una interesante encuesta, GRAHAM, HARVEY y RAJGOPALIS (2005) concluyen que el 78 por 100 de los directivos estarían dispuestos a sacrificar el valor a largo plazo de la sociedad para conseguir los objetivos de beneficios. Véase la KAY REVIEW (2012) para una discusión completa de este asunto.

(28) No obstante, los accionistas a largo plazo podrían seguir teniendo ciertos incentivos para mantener la cotización de la acción alta por motivos de prestigio profesional, o en circunstancias en las que los accionistas de control pignorán sus acciones como activos de garantía de préstamos y se hallan sujetos a solicitudes de ampliación de la garantía si el precio del valor cae por debajo de un mínimo definido en las condiciones del préstamo, o bien se define un precio mínimo de la acción, y cuando este se traspasa se activa la cláusula de ampliación de garantía y el deudor

debe elegir entre aportar nuevas garantías o devolver el préstamo. Esto incentiva a los accionistas de control a tomar medidas para mantener la cotización de la acción al menos por encima del nivel estipulado en el contrato de préstamo.

(29) Para una revisión de la amplia literatura existente sobre política de dividendos, véase ALLEN y MICHAELY (2003).

(30) LINDA DEANGELO, DEANGELO y STULZ (2006) muestran que la propensión al reparto de dividendos está positivamente correlacionada con la ratio entre beneficios no distribuidos y fondos propios totales, un *proxy* para los flujos de caja libre. DENIS y OSOBOV (2008) encuentran que la probabilidad de repartir dividendos presenta una fuerte relación con el ratio entre beneficios no distribuidos y fondos propios totales, y que el porcentaje de sociedades que reparten dividendos es alto cuando el grueso de los fondos propios está formado por los beneficios no distribuidos, y es bajo cuando los beneficios no distribuidos son negativos.

(31) GUTIÉRREZ y SÁEZ (2015) abordan en detalle esta cuestión. Analizan las normas jurídicas que regulan las distribuciones de beneficios y concluyen que la ley otorga el control de la política de dividendos a los poderosos *insiders* y protege débilmente los intereses de los accionistas externos u *outsiders*. Por esta razón, argumentan que existirá una relación estrecha y positiva entre la política de dividendos y la calidad global del resto de mecanismos de gobierno corporativo. Cuando los *insiders* ostenten el control de la política de dividendos y el gobierno corporativo global sea débil, la política de dividendos no servirá para reducir los conflictos de agencia. Pero si existen otros mecanismos de gobierno corporativo que funcionan y generan los incentivos adecuados para los *insiders*, estos seleccionarán políticas de reparto que reduzcan los flujos de caja libre.

(32) DENIS y OSOBOV (2005) también encuentran diferencias importantes entre las políticas de dividendos en Alemania, Francia y Japón, países con empresas caracterizadas por una elevada concentración de la propiedad. En concreto, detectan que en EE.UU., Canadá y el Reino Unido, las sociedades con débiles oportunidades de crecimiento tienen más probabilidades de distribuir dividendos, mientras que en Alemania, Francia y Japón, el resultado es el opuesto. A fin de identificar el nexo causal, GUGLER y YURTOGLU (2003) estudian las reacciones del mercado ante los anuncios de menores dividendos en Alemania, y concluyen que los efectos negativos de mayor cuantía afectan a las empresas donde los *insiders* corporativos tienen más poder. ZHANG (2005) llega al mismo resultado para una muestra amplia formada por sociedades de más de 20 países. También investigando la causalidad, THOMSEN (2005) detecta que aumentos en la propiedad de grandes bloques accionariales están correlacionados con disminuciones posteriores de los desembolsos de dividendos.

(33) El ejemplo más claro lo encontramos en Estados Unidos, donde, tal y como se discute en EISENBERG (1976) las sociedades cotizadas están dirigidas y controladas por el equipo de administración de la empresa. Este sistema se suele justificar apelando a razones de eficiencia, es decir, básicamente, por motivos relacionados con las asimetrías de información y autoridad de los administradores (de ahí que la literatura habitualmente se refiera a él con el término de «gerencialismo»). Para una discusión de esta orientación claramente mayoritaria, véase BAINBRIDGE (2006).

(34) KRAAKMAN *et al.* (2009), p. 61.

(35) El papel activo de los accionistas en la toma de decisiones en jurisdicciones de capital concentrado es visto frecuentemente por muchos juristas europeos como una fortaleza en materia de gobierno corporativo que reduce los problemas de agencia en dichas sociedades. Véase un ejemplo de esta opinión en COOLS (2005).

(36) Para una descripción general de estas herramientas de protección de los minoritarios, véase KRAAKMAN *et al.* (2009).

(37) Véase DAMMANN (2014).

(38) Consideremos, por ejemplo, el caso de las reglas de supermayoría. Está claro que exigir supermayoría puede resultar problemático porque el voto es difícil de conseguir, y ello contribuye a legitimar aún más los derechos de control del *blockholder*.

(39) De hecho, para una parte de la literatura jurídica de Europa continental, el riesgo de abuso por la minoría –y no el de abuso de la mayoría– se vislumbra como el verdadero peligro que debe ser combatido. Por lo que parece, los juristas y legisladores europeos temen más el riesgo de *hold-up* por la minoría (riesgo de extorsión por parte de minorías organizadas) que la disposición a la expropiación de la mayoría. Dos ejemplos pueden ilustrar esta idea. En primer lugar, en Alemania, la sentencia de referencia sobre los deberes fiduciarios de los accionistas, conocida como caso Girmes, pretende reducir la extorsión por la minoría; véase CAHN y DONALD (2010). El segundo ejemplo hace referencia a la impugnación de acuerdos sociales. Esta herramienta se topa con numerosas restricciones prácticas a la hora de proteger los intereses minoritarios, pero el foco en esta cuestión se ha colocado sobre el problema de la interposición de demandas abusivas por litigantes profesionales, como se expone en ZETZSCHE y VERMEULEN (2010).

(40) Con esta expresión se designa la estrategia de empoderamiento propuesta por BEBCHUK en una serie de artículos escritos en 2007, 2006, 2005 y 2003 para mitigar los conflictos de agencia, la cual se ha convertido en la idea clave de las reformas emprendidas en EE.UU. para la mejora del gobierno corporativo. Sin embargo, este enfoque no ha estado exento de críticas, en especial tras la crisis financiera, por entender que promueve una visión cortoplacista, sugiriendo que los

administradores han estado demasiado centrados en la maximización del precio de la acción. Véase a este respecto BRATTON y WACHTER (2010), y una respuesta a las referidas críticas en BEBCHUCK (2013).

(41) Como ilustración de este hecho, se han planteado algunas explicaciones, como la capacidad de lobby de los accionistas de control, el *trade-off* entre sinergias en los grupos de sociedades y expropiación, el compromiso a largo plazo del *blockholder*, e incluso el riesgo de comportamientos estratégicos de los accionistas minoritarios; véase ENRIQUES *et al.* (2009) pp. 179-182.

(42) Por lo que respecta a la influencia del accionista de control sobre la operación y dirección de la sociedad controlada, el derecho jurisprudencial o *case law* distingue entre decisiones empresariales que afectan a todos los accionistas y transacciones (*self-dealing*) que pueden entrar en la categoría de conflictos de intereses entre un accionista de control y una sociedad controlada. Los tribunales aplican la norma de la discrecionalidad (*business judgment*) para dirimir el primer tipo de transacciones, y la prueba completa de justificación legal (*fairness test*) al segundo. Véase DAMMANN (2008), donde se explica que las transacciones que no acarrear un conflicto directo con la minoría tienen más probabilidades de recibir protección por aplicación de la regla de la discrecionalidad.

BIBLIOGRAFÍA

- ADAMS, R., y FERREIRA, D. (2008), «One share, One vote: the empirical evidence», *Review of Finance*, 12: 51-91.
- ADMATI, A. R., y PFEIDERER, P. (2009), «The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice», *Review of Financial Studies*, 22: 2445-2485.
- AGHION, PH.; BOLTON, P., y TIROLE, J. (2004), «Exit options in corporate finance: liquidity versus incentives», *Review of Finance*, 8: 327-353.
- ALLEN, F., y MICHAELY, R. (2003), "Payout Policy", en CONSTANTINIDES, G; HARRIS, M. G., y STUTZ, R. (eds.): *Handbook of the Economics of Finance*, North-Holland, Amsterdam.
- ALMEIDA H., y WOLFENZON, D. (2006), «A theory of pyramidal ownership and family business groups», *Journal of Finance*, 61: 2637-2680.
- ARMOUR, J.; HANSMANN, H., y KRAAKMAN, R. (2009), «Agency Problems and Legal Strategies», en *The anatomy of corporate law: A comparative and functional Approach*, 2.ª ed., 73ss.
- ATANASOV, V.; BLACK, B., y CICCOTELLO, C. S. (2011), *Law and Tunneling*, 37 IOWA J. CORP. L. 1.
- BAINBRIDGE, S. M. (2006), «The Case for Limited Shareholder Voting Rights», *UCLA Law Review*, 53: 601.
- BAUMS, TH.; KEINATH, A., y GAJEK, D. (2007), Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie, 27 Zeitschrift Fur Wirtschaft (ZIP), 27: 1629.
- BEBCHUK, L. (2003), «The Case for Shareholder Access to the Ballot», *The Business Lawyer*, 59.
- (2005), «The Case for Increasing Shareholder Power», *Harvard Law Review*, 118.
- (2006), «Reply: Letting Shareholders Set the Rules», *Harvard Law Review*, 119.
- (2007), «The Myth of the Shareholder Franchise», *Virginia Law Review*, 93: 675.
- (2013), «The Myth That Insulating Boards Serves Long Term-Value», *Columbia Law Review*, 113.
- BEBCHUK, L. A., y HAMDANI, A. (2009), «The Elusive Quest for Global Governance Standards», *University of Pennsylvania Law Review*, 157: 1263-1317.
- BERTRAND, M.; PARAS, M., y MULLAINATHAN, S. (2002), «Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups», *The Quarterly Journal of Economics*, 117: 121-148.
- BHIDE, A. (1993), «The hidden costs of stock market liquidity», *Journal of Financial Economics*, 34, 31-51.
- BRATTON, W. W., y WACHTER, M. L. (2010), «The Case Against Shareholder Empowerment», *University of Pennsylvania Law Review*, 158: 653.
- BURKART, M., y LEE, S. (2008), «The one share-one vote debate: a theoretical perspective», *Review of Finance*, 12: 1-49.
- CAHN, A., y DONALD, D. C. (2010), *Comparative Company Law*, Cambridge University Press.
- CONAC, P.-H.; ENRIQUES, L., y GELTER, M. (2007), «Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy», *European Company and Financial Law Review*, 4(4).
- COOLS, S. (2005), «The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers», *Delaware Journal of Corporate Law*, 30: 697-766.
- CRONQVIST, H., y FAHLENBRACH, R. (2009), «Large shareholders and corporate policies», *Review of Financial Studies*, 22: 3941-3976.
- DAMMAN, J. (2008), «Corporate Ostracism: Freezing out Controlling Shareholders», *Journal of Corporation Law*, 33: 683-744.
- DEANGELO, L.; DEANGELO, D. J., y STULZ, R. M. (2006), «Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory», *Journal of Financial Economics*, 81: 227-254.
- DEANGELO, H., y DEANGELO, L. (1985), «Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock», *Journal of Financial Economics*, 14: 33-69.
- DENIS, D. J., e OSOBOV, I. (2008), «Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence On The Determinants Of Dividend Policy», *Journal of Financial Economics*, 89: 62-82.
- EDMANS, A. (2011), «Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia», *Journal of Finance*, 64: 2481-2513.
- EISENBERG, M. A. (1976), *The Structure of the Corporation*, Little, Brown and Company.
- ENRIQUES, L. (2002), «Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan», *European Business Organization Law Review*, 3: 765-821.
- ENRIQUES, L. *et al.* (2009), «The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class», en *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2.ª ed., 73ss.
- FERRARINI, G., y GUIDICI, P. (2006), «Financial Scandals and the role of Private Enforcement: The Parmalat Case», en ARMOUR, J. y McCAHERY, J. A. (eds.): *After Enron. Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the U. S.*
- GELTER, M. (2012), «Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe?», 37: 843-892.
- GILSON, R. (2006), «Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy», *Harvard Law Review*, 119: 1641.
- GILSON, R. J. y GORDON, J. N. (2003), «Controlling controlling shareholders», *University of Pennsylvania Law Review*, 152: 785.
- (2013) «The agency costs of agency capitalism: Activist investors and the revaluation of governance rights», *Columbia Law Review*, 113: 863-927.
- GILSON, R. J., y SCHWARTZ, A. (2013), «Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Review», *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 169: 160-183.
- (2015), «Corporate Control and Credible Commitment», *International Review of Law and Economics*, 43: 119.

<p>GOSHEN, Z. y HAMDANI, A. (2016), «Corporate Control and Idiosyncratic Vision», <i>Yale Law Journal</i>, 125: 560.</p> <p>GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R., y RAJGOPAL, S. (2005), «The economic implications of corporate financial reporting», <i>Journal of Accounting and Economics</i>, 40: 3-73.</p> <p>GUGLER, K., y BURCIN YURTOGLU, B. (2003), «Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany», <i>Eur. Econ. Rev.</i>, 47: 731.</p> <p>GUTIÉRREZ, M. y M. I. SÁEZ (2014) «A Contractual Approach to Discipline Self-Dealing by Controlling Shareholders», disponible en SSRN: http://ssrn.com/abstract=2440663.</p> <p>— (2015), «Dividend policy with controlling shareholders», <i>Theoretical Inquiries in Law</i>, 16: 107.</p> <p>HANSMAM, H., y KRAAKMAN, R. (2015), «Exit, Voice and Liability», mimeo.</p> <p>HART, O., y MOORE, J. (1989), «Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt», <i>The Quarterly Journal of Economics</i>, 113: 1-41.</p> <p>HIRSCHMAN, A. O. (1970), <i>Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States</i>, Cambridge, MA: Harvard University Press.</p> <p>HOLMSTROM, B., y TIROLE, J. (1993), «Market liquidity and performance monitoring», <i>Journal of Political Economy</i>, 101: 678-709.</p>	<p>JOHNSON <i>et al.</i> (2000), «Tunneling», <i>American Economic Review</i>, 90: 2-27.</p> <p>KAY REVIEW (2012), disponible en http://www.johnkay.com/2012/07/23/the-kay-review</p> <p>KRAAKMAN, R.; ARMOUR, J.; DAVIES, P.; ENRIQUES, L.; HANSMANN, H. B.; HERTIG, G. KLAUS; HOPT, J.; KANDA, H., y ROCK, E. B. (2009), <i>The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach</i>, Oxford University Press.</p> <p>LAMOREAUX, N. R., y ROSENTHAL, J-L. (2006), «Corporate Governance and minority Shareholders before the depression», en GLAESSER, E. L. y GOLDIN C. (ed.): <i>Corruption and Re-form: Lessons from America's Economic History</i>, University of Chicago Press, Chicago.</p> <p>RINGE, W-G. (2015), «Changing Law and Ownership Patterns in Germany: Corporate Governance and the Erosion of Deutschland AG», <i>The American Journal of Comparative Law</i>, 49: 493.</p> <p>ROE, M. (1994), <i>Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance</i>, Princeton University Press.</p> <p>SÁEZ, M. I., y RIAÑO, D. (2013), «Corporate Governance and the Shareholders' Meeting: Voting and Litigation», <i>European Business Organization Law Review</i>, 14: 343-399.</p> <p>SCHMIDT, D. (2004), <i>Les conflits d'interets dans la societe anonyme</i>, Joly Editions.</p>	<p>SHLEIFER, A., y VISHNY, R. W. (1997), «A Survey of Corporate Governance», <i>The Journal of Finance</i>, 52: 737-783.</p> <p>SPINDLER, G. (2008), <i>Münchener Kommentar zum Aktiengesetz</i>, x 76 comment 70.</p> <p>THOMPSON, R. B., y THOMAS RANDALL, S. (2004), «The New Look of Shareholder Litigation: Acquisition-Oriented Class Actions», <i>Vanderbilt Law Review</i>, 57: 168-69.</p> <p>THOMSEN, S. (2005), «Conflicts of Interest or Aligned Incentives? Blockholder Ownership, Dividends and Firm Value in the US and the EU», <i>European Business Organization Law Review</i>, 6: 201-225.</p> <p>VENTORUZZO, M. (2015), The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat (March 5, 2015), SSRN:http://ssrn.com/abstract=2574236.</p> <p>ZHANG, R. (2005), «The Effects of Firm- and Country-level Governance Mechanisms on Dividend Policy, Cash Holdings, and Firm Value», mimeo, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=652090.</p> <p>ZETZSCHE, D., y VERMEULEN, E. (2010), «Use and Abuse of Investor Suits - An Inquiry into the Dark Side of Shareholder Activism», <i>European Company & Financial Law Review (ECFR)</i>(7/1): 1-62.</p> <p>ZÖLLNER, W. (2007), «Qualifizierte Konzernierung im Aktienrecht», en <i>Gedachtnisschrift für B. Knobbe-Keuk</i>.</p>
---	--	---