

Blindajes, control minoritario y la regla una acción-un voto

María Isabel Sáez Lacave

Facultad de Derecho
Universidad Autónoma de Madrid

*Abstract**

El propósito prioritario de este trabajo es analizar la racionalidad económica y jurídica de la regla una acción –un voto desde una triple perspectiva. La primera es de naturaleza societaria y se refiere a la influencia de la propiedad desproporcional en los incentivos de los socios de control para adquirir el mismo. La segunda afecta a la regulación de los mercados de valores y se plantea el impacto de las alteraciones de voto en el resultado de las opas. La tercera es de índole financiera y reflexiona sobre la repercusión de la regla una acción-un voto en la financiación de las empresas y en la selección de la estructura de propiedad. La conclusión que arroja el análisis es que la falta de correspondencia entre propiedad y derechos de control no es susceptible de un diagnóstico uniforme: puede utilizarse para fines productivos, pero también para fines expropiatorios. En el fondo, los beneficios y los riesgos de esta estructura de propiedad son esencialmente los mismos que se observan cuando la propiedad –y el control- de la sociedad están en manos de uno o varios socios. Por ello, a fin de ofrecer una respuesta jurídica adecuada, la discusión no debería estribar en torno a permitir o prohibir los mecanismos contractuales que alteran la proporcionalidad, sino más bien debería consistir en arbitrar las fórmulas legales y jurisdiccionales aptas para reducir los riesgos intrínsecos de dichas operaciones. A tal fin, deberían ser tratadas como operaciones vinculadas del socio de control, entre cuyas cautelas destaca que la decisión de adoptar contractualmente cualquier sistema de desproporción corresponda a los socios externos.

The main objective of this study is to analyze the economic and legal rationale of the one-share-one-vote rule from three perspectives. The first is of corporate nature and refers to the disproportionate influence of ownership on the incentives of partners to acquire control. The second concerns the regulation of securities markets and considers the impact of nonvoting shares on the outcome of takeover bids. The third is financial and reflects on the impact of the one-share-one-vote rule on the firms' financing and the choice of ownership structure. The analysis yields the conclusion that the lack of correspondence between ownership and control rights is not subject to a uniform diagnosis: it can be used for productive purposes, but also for expropriation purposes. In the end, the benefits and risks of these –minority controlled- ownership structures are essentially the same as those observed when both the property and control of the company are held by one or more partners. Therefore, in order to provide an appropriate legal response, the discussion should not be about allowing or prohibiting the contractual mechanisms that alter the proportionality, but rather to devise legal and judicial formulas able to reduce the inherent risks that such operations entail. To this end, they should be treated as related-party transactions, and, in particular, the decision to contractually adopt any system of disproportional voting should be taken by minority shareholders.

Title: control enhancing mechanisms, minority control, and one-share-one rule

Palabras clave: una acción-un voto, blindajes, control minoritario, gobierno corporativo

Keywords: one share-one vote, anti takeover measures, minority controlling shareholder, corporate governance

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

Sumario

1. Introducción
 - 1.1. Mecanismos jurídicos de desviación
 - 1.2. Planteamiento del problema
 - 1.3. Las vías de abordar la cuestión
2. ¿Son los socios (minoritarios) buenos controllers?
 - 2.1. La eficiencia del control de los socios: el compromiso del capital con la sociedad
 - 2.2. Los costes del control de los socios: la expropiación de los socios externos
 - 2.3. ¿Debemos acabar con las posiciones minoritarias de control?
3. El derecho de voto y la defensa frente a opas hostiles
 - 3.1. Las bases del debate: el sustrato económico del mercado de control societario
 - a. ¿Cuándo es operativo el mercado del control societario?
 - b. Los “costes” de la regulación de las opas
 - c. Conclusión
 - 3.2. ¿Es eficiente consolidar el control del socio mediante blindajes?
 - 3.3. La doctrina anti-blindajes de los socios a examen
4. ¿Cuál debería ser la estrategia normativa?
 - 4.1. El papel del derecho: la definición inicial de la estructura de propiedad y su recontractación
5. Bibliografía

1. Introducción

No es necesario ser muy avisado para percatarse de que el derecho de sociedades tradicional de los países europeos está siendo objeto de una profunda revisión. Justamente cuando parecía que el diseño jurídico de las organizaciones se ajustaba casi como una máquina perfecta y su dogmática estaba definitivamente aquilatada, descubrimos –con estupor, se podría decir– que en la realidad de las empresas se producen fallos e ineficiencias de fondo que la teoría jurídica continental no había contemplado. Ha sido la necesidad imperiosa de hacer nuestras sociedades más productivas y competitivas la causa de reparar en algunos de los desequilibrios que afectan a los sistemas internos de toma de decisiones –al gobierno de las sociedades– y cuyo examen nos está llevando a reconsiderar la manera tradicional de hacer y entender el derecho de las organizaciones. Al menos así parece haberlo percibido la Comisión Europea, cuya agenda está empeñada desde hace algunos años en dicha tarea, lo que ha incitado a su vez reformas en los ordenamientos internos. Pues bien, una de sus líneas de acción más contumaz persigue el lema de dar mayor poder a los accionistas, y se concreta en dos frentes bien conocidos: promover la democracia accionarial en el seno de las sociedades e impulsar el mercado de control societario, cuya medida estrella sería la imposición de la regla una acción-un voto. El propósito es ambicioso, pues lo que se pretendería sería desterrar del mapa europeo cualquier mecanismo contractual que permita romper la proporcionalidad entre propiedad y control en el seno de la sociedad. En la práctica, la regla impediría, de un lado, que se asignasen derechos de control a socios que- de manera individual o colectiva- no reunieran la mayoría del capital social. En consecuencia, estaría vetado cualquier mecanismo contractual o estatutario diseñado para que un socio minoritario alcanzase el control. De otro lado, la regla evitaría que el socio dominante se atrincherase en el control y se zafara así de ser sustituido en caso de opa –éste era el propósito inicial de la *break-through rule* dispuesta en la directiva de opas-. El objetivo último –según manifiestan– sería promover la democracia accionarial, mejorar la protección de los inversores, e impulsar la competitividad y la eficiencia de las sociedades europeas¹.

Finalmente la propuesta no ha prosperado en el nivel europeo, en parte porque la regla de la proporcionalidad no cuenta con base ni teórica ni empírica que la avale de manera concluyente², y en parte porque existen lobbies muy combativos en las jurisdicciones en los que estos mecanismos son más frecuentes. A esto hay que sumar la adopción descafeinada de la *break-through rule* en la mayoría de los ordenamientos, lo que sin duda contribuye a ralentizar esta línea

¹ European Commission Communication on modernising Company law and enhancing corporate governance in the European Union (2003).

² La Comisión Europea promovió estudios sobre la materia (a través de un consorcio compuesto por ISS, Sherman & Sterling y ECGI). En el apartado teórico, el *survey* lo realizan BUKART y LEE (2008, pp. 1-49). En el apartado empírico, el *survey* corre a cargo de ADAMS y FERREIRA (2008, pp. 51 y ss.). Los autores repasan concienzudamente la literatura y llegan a la conclusión que si bien es esclarecedora sobre las causas y las consecuencias de la propiedad desproporcional, todavía no se ha encontrado una respuesta satisfactoria a la cuestión de si la desproporción destruye valor en las sociedades.

de acción³. Con todo, algunos ordenamientos internos tradicionalmente generosos con los mecanismos de desviación de la proporcionalidad, como es el caso del alemán o del italiano, han reformado su régimen societario para suprimir las acciones de voto plural o las restricciones de voto⁴. Todo parece indicar que la medida responde sustancialmente a nuevas necesidades de financiación de las empresas en los mercados de capitales: es decir, las mismas razones que en su momento motivaron la desproporción, motivan ahora la unificación⁵. En cambio, en otros ordenamientos como el nuestro, la legislación siempre ha sido, al menos formalmente, muy estricta respecto al principio de proporcionalidad –lo que deja fuera de juego a las acciones de voto plural– (art. 96 Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital [BOE núm. 161, de 2.7.2010] [en adelante LSC]), pero a la vez admitiendo mecanismos que persiguen el mismo fin, como son las limitaciones estatutarias del voto del (antiguo) art. 105 Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (BOE núm. 310, de 27.12.1989) (en adelante LSA⁶) (cuya derogación para las sociedades cotizadas ha sido ya aprobada [art. 515 LSC], aunque no entrará en vigor hasta el 1 de julio de 2011)⁷. Por ello

³ KRAAKMAN *et al.* (2009, pp. 261-263).

⁴ En Alemania, la reforma de la *AktienGesetz* por la *Kontrag* en 1998 tiene efectos en el § 12 y el § 134 AktG, S. VATTER (2007, § 12, marginales 16 y ss.). En Italia la supresión de las *voting caps* es del 2003, art. 2351 CC.

⁵ Los estudios empíricos constatan que la tendencia hacia una mayor proporcionalidad arranca desde mediados de los años 90, cuando muchas empresas toman la decisión de unificar las acciones para reducir el coste de capital, sobre todo si se disponen a realizar nuevas inversiones, como adquisiciones. PAJUSTE (2005), BIANCHI y BIANCO (2005), ponen de manifiesto que la proporción de sociedades italianas controladas por pirámides se reduce desde el 56.5 % en 1993 al 45.8 % en 2005. Todo ello parece indicar que la desproporción como mecanismo de protección de la inversión va perdiendo protagonismo si se incrementa la protección legal de los inversores.

⁶ De hecho, el estudio empírico llevado a cabo por VILLALONGA y AMIT (2009, pp. 348-391) sugiere que los acuerdos de voto y las acciones de voto múltiple son sustitutivos (es decir, la existencia de acuerdos de voto reduce la probabilidad de adoptar un sistema accionarial doble). De hecho llama la atención la esquizofrenia de la doctrina tradicional española para defender la proporcionalidad sin fisuras- y vetar contundentemente las acciones de voto plural-, y a la par defender las restricciones al derecho de voto, v. por todos, GARRIGUES y URÍA (1953, pp. 318 y ss., y 382 y ss.). Los mismos argumentos de fondo perviven en nuestros días, GUERRA (2010, pp. 106 y ss.).

⁷ La derogación se ha producido a través de la enmienda 105 en el Proyecto de Ley por la que se modifica la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas (BOE núm. 169, de 15.7.1988) (en adelante LAC), la Ley 24/1988, de 28 de julio, de Mercado de Valores (BOE núm. 181, de 29.7.1988) (en adelante LMV) y la LSA, para su adaptación a la normativa comunitaria que se ha aprobado en el Congreso de los Diputados, aprobado el 9 de junio de 2010 (BOCG de 17 de junio). La famosa enmienda se recoge en la Disposición Final 5ª de la ley 12/2010 de 30 de junio por la que se modifica la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, para su adaptación a la normativa comunitaria (BOE núm. 159, de 1.7.2010). En su motivación se pretende justificar la medida en clave de buen gobierno, sumándose así a la tesis de la regla una acción-un voto promovida desde la Comisión Europea, aunque es conocido que las razones de fondo se explican en clave interna en relación con las luchas por el control en el seno de importantes compañías españolas [véase SÁEZ LACAVE (2010)].

no debe sorprender que nuestro país fuera la jurisdicción europea que más ha usado las limitaciones estatutarias del voto para blindar el control, y además con éxito, avalado por la negativa española de optar por el régimen de neutralización de la directiva⁸. El cambio de tercio legislativo no significa necesariamente que nuestras sociedades se vayan a someter de facto a los dictados de la proporcionalidad, sobre todo porque nada obsta a que los socios articulen la desproporcionalidad o creen pirámides a través de pactos parasociales en materia de voto o de representación en el consejo⁹.

En esta tesitura, y a pesar de que la implantación de la regla en el ámbito europeo no se ha visto colmada (todavía) por el éxito que se le auguraba, el debate académico al respecto está sobre la mesa. La propuesta a favor de imponer la proporcionalidad ha sido bien acogida por parte de los sectores jurídicos que defienden con entusiasmo los valores de equidad y justicia que comúnmente asociamos a la noción de democracia. Lo que no parece tan evidente es que sea eficaz –desde un análisis coste-beneficio– para lograr los objetivos económicos de productividad y eficiencia que tiene marcados. Ésta es justamente la cuestión que conviene indagar. Desde esta óptica, la controversia presenta tres esferas o dimensiones que precisan de un análisis detenido. La primera es de naturaleza societaria y se refiere a la influencia de la propiedad desproporcional en los incentivos de los socios internos para adquirir el control. La segunda afecta a la regulación de los mercados de valores y se plantea el impacto de las alteraciones de voto en el resultado de las opas. La tercera es de índole financiera y reflexiona sobre la repercusión de la regla una acción-un voto en la financiación de las empresas y en la selección de la estructura de propiedad. El propósito prioritario de este trabajo es pues analizar la racionalidad económica y jurídica de la regla desde esta triple perspectiva.

1.1. Mecanismos jurídicos de desviación

Con objeto de centrar los márgenes de la discusión es conveniente realizar una breve taxonomía de los mecanismos que se vienen utilizando para producir desviaciones del principio de proporcionalidad (los llamados CEMs). Los estudios empíricos indican que las empresas europeas son proclives a estructurar su propiedad con la ayuda de alguno de estos mecanismos, los cuales varían de país a país, en atención a las particularidades de cada ordenamiento (también aquí se observa cierta *path dependence*)¹⁰. Las desviaciones se producen de distinta guisa y se

⁸ El dato lo da ISS Europe, ECGI, y Shearman & Sterling, “Report on the proportionality principle in the European Union” (2007).

⁹ Las experiencias de otras jurisdicciones son esclarecedoras. El principio legal de proporcionalidad puede conducir a una incidencia alta de las pirámides y a una mayor concentración del capital. En relación con Bélgica, véase M. BRECHT *et al.* (2001, pp. 71 y ss.).

¹⁰ El estudio de Deminor Rating sobre la aplicación del principio *one share-one vote*, llevada a cabo en el 2005, concluye que un 35% de las 300 empresas top en Europa se desvían de alguna manera del principio de proporcionalidad. Por su parte, otro estudio realizado por ISS (*Institutional Investors Services*) en el 2007 sobre una muestra de 464 sociedades de 16 países europeos eleva al 44% el número de sociedades que tienen algún

pueden clasificar en tres grupos¹¹: apalancamiento del poder de voto (a); mecanismos de encerramiento o de lock-in (b); desligamiento del cash-flow y de los derechos de voto a través de derivados (c). Con carácter previo es preciso advertir que cada mecanismo consigue el mismo objetivo por vías distintas, no todas ellas equiparables desde un juicio de eficiencia: hay algunas más deseables que otras. De la misma manera, la normativa que las regule debería ajustarse a sus particularidades específicas, para así desarmar sus riesgos intrínsecos, que no siempre son del todo coincidentes.

- a) El *apalancamiento del poder de voto* se realiza a través de dos mecanismos por todos conocidos y, en esencia, equivalentes¹². El primero –y más directo– es la emisión de distintas clases de acciones, con el objeto de crear *una estructura accionarial doble*. Una manera de hacerlo es emitir acciones sin voto (normalmente a cambio de dividendos preferenciales), tal y como lo contemplan algunos ordenamientos, como es el caso de España. La otra opción es la de emitir acciones de voto plural, es decir, acciones que por la misma inversión confieren mayor número de votos, como sucede en Holanda o Suecia. Con todo, las legislaciones nacionales suelen imponer límites estrictos sobre el volumen de acciones dobles que se pueden emitir, pero no hay duda de que, en cualquier caso, contribuyen a que socios sin inversiones mayoritarias puedan controlar la sociedad.

El otro mecanismo es *la estructura plurisocietaria* o los grupos de sociedades. Las estructuras piramidales permiten que a través de una participación de control en la sociedad madre se controlen las filiales, es decir, actúan como un multiplicador de los derechos de *cash-flow*¹³. Con todo, la valoración de la eficiencia de estas estructuras de propiedad excede el objeto de este estudio, porque los grupos de sociedades facilitan la expropiación, pero a su vez crean mercados internos y son vehículos de integración

mecanismo de desviación. Sin embargo, se observa disparidad entre estados. Por ejemplo, las pirámides son frecuentes en Bélgica (34%), pero inexistentes en el Reino Unido. O las acciones de voto plural, muy utilizadas en Suecia (59%), pero prácticamente desconocidas en Italia o en Bélgica.

¹¹ Esta clasificación está tomada del ISS Report (2007).

¹² BEBCHUK, KRAAKMAN y TRIANTIS (2000, pp. 297-301) ilustra con claridad que los resultados que se obtienen separando cash-flow y voto a través de pirámides, se puede también conseguir a través de simples estructuras de clases de acciones. Los estudios empíricos corroboran esta hipótesis. CLAESSENS, DJANKOV y LANG (2000, pp. 81 y ss.), muestra que las acciones de voto plural son desconocidas en Asia, mientras que las pirámides y las participaciones cruzadas son muy frecuentes. Adicionalmente, LINS (2003, pp. 159-184), concluye que las pirámides son el mecanismo más extendido para separar propiedad y control en las economías emergentes (66%), pero en cambio, en Sudamérica, las acciones de voto plural son muy comunes en Brasil y Perú.

¹³ Las *pirámides* consisten en conservar la mayoría en la sociedad cotizada a través de sociedades interpuestas de las que se ostenta la mayoría (p. ej., A tiene el 51 % de B; B tiene el 51 % de C; C tiene el 51 % de D..... hasta F que es la sociedad cotizada. El socio mayoritario de A controla F aunque su participación efectiva en el capital de F sea sólo de un 1,7 %). Para comprenderlo mejor es recomendable ayudarse de los ejemplos que proponen VOLPIN y ENRIQUES (2007, pp. 117-140), como el caso de Volkswagen A.G., o de Telefon Italia.

vertical y horizontal¹⁴. Al margen de los grupos propiamente tales, las participaciones cruzadas permiten a las sociedades adquirir acciones unas de las otras, con lo que el patrón de la propiedad se hace cada vez más complejo en función del número de sociedades que están en juego¹⁵. Las participaciones cruzadas se diferencian de las pirámides en que los derechos de voto que permiten el control de un grupo se distribuyen entre las compañías que forman el grupo en lugar de estar concentrados en una sola compañía o accionista. Estas estructuras de propiedad societaria están admitidas en todos los ordenamientos.

- b) Los mecanismos de encerramiento son bastante diversos. El tipo más extendido es el de las *restricciones estatutarias de propiedad y de voto*, que simplemente impiden a un solo socio invertir en la sociedad por encima de un límite (lo cual no es estrictamente una alteración del principio de proporcionalidad, pero sí conduce a limitar la influencia de –futuros– accionistas en las decisiones sociales), o ejercitar sus derechos de voto más allá de un techo, perdiendo, por consiguiente, en términos de poder de decisión, el exceso de su inversión sobre tal límite. Estas medidas tienen un efecto opuesto a las que examinamos en el apartado anterior, pues en vez de apalancar el control lo diluyen, razón por la cual son eficaces medidas anti-opa. En nuestro ordenamiento, las limitaciones del derecho de voto han tenido, hasta hace muy poco, cobertura legal en el art. 105 LSA.

También se utiliza la fórmula contraria, la de las *ampliaciones estatutarias del voto*, frecuentes en Francia, cuyo propósito es premiar la permanencia de los socios en la sociedad durante un número determinado de años –típicamente dos– otorgando el privilegio de doblar su voto (nótese que no es una ventaja anudada a la acción, sino a la persona del socio)¹⁶. Se puede ver como un instrumento de fidelización de los inversores, pero lo que no se puede escapar es que así se fortalece el poder de control de los socios antiguos frente a los nuevos. Por otra parte, refuerza los efectos constrictivos de la opa obligatoria: como el voto doble se pierde en la transacción, el *insider* aún cuando quiera vender, no lo va a hacer si no se le retribuye por el control, lo que obliga al oferente a extender la misma oferta al resto de los accionistas, elevando el coste de la operación. Otra modalidad de encerramiento viene dada por las acciones privilegiadas, es decir, aquellas que llevan anudados poderes extraordinarios de decisión o de veto, siendo las más conocidas las *golden shares*. Los beneficiarios de estas acciones tienen incentivos para valorar a la hora de tomar decisiones la obtención de beneficios privados por encima del interés del resto de los socios (tales “beneficios privados” pueden consistir en preservar el

¹⁴ ALMEIDA y WOLFENZON (2006, pp. 2637-2680).

¹⁵ Estas estructuras están poco documentadas, en parte por su opacidad, como lo ponen de manifiesto, ALMEIDA, PARK, SUBRAHMANYAM y WOLFENZON (2010), en un estudio sobre la intrincada estructura de propiedad de los *chaebols* coreanos.

¹⁶ CONAC (2005, pp. 487-511). El autor explica que este mecanismo es sustitutivo de las acciones de voto plural, prohibidas en Francia.

interés público o nacional, o el interés privado de los políticos). Y por último, el caso particularmente alarmante de los certificados de depósito de las sociedades holandesas¹⁷.

- c) Por último, los mercados de capitales proporcionan productos financieros fáciles y baratos que permiten separar el voto del *cash flow* sin alterar la estructura de propiedad de la sociedad, son los derivados¹⁸. Los *equity swaps* permiten al accionista disponer de los derechos económicos de la sociedad –cubriéndose así de los riesgos de la fluctuación del mercado- pero reteniendo los derechos de voto. Por el contrario, el mercado de préstamos permite que se presten votos sin asumir ningún riesgo en la sociedad. En consecuencia, el mercado financiero permite a cada inversor realizar privadamente su propia combinación de *cash flow* y derechos de voto. En cualquier caso, es importante subrayar que los derivados son mecanismos valiosos en cuanto facilitan la dispersión del riesgo entre varios inversores y, por tanto, incentivan la inversión.

1.2. Planteamiento del problema

1. La discusión sobre cómo deben distribuirse los derechos de voto entre los accionistas apunta a una de las cuestiones fundamentales de la teoría de las organizaciones, a saber, *cómo debe asignarse el poder de decisión o de control en el seno de las sociedades*. Lógicamente, este análisis no debería estar presidido por una idea formal de equidad sino por una idea de eficiencia, pues lo que se pretende en definitiva es que las sociedades seleccionen el sistema de gobierno que las lleven a adoptar las decisiones más productivas. Bien mirado, se trata de un problema clásico de la teoría de las organizaciones: el contrato de sociedad representa el ejemplo del contrato incompleto por excelencia, lo que fuerza a determinar contractualmente quien debe tomar las decisiones residuales que se vayan a presentar en un futuro, es decir, a asignar ex ante el poder de decisión o el poder de control¹⁹. La regla de la proporcionalidad es, por consiguiente, una de

¹⁷ Como bien explica y documenta ALFARO (2008, p. 8), “el caso más espectacular de *control a través de acciones privilegiadas* es el que utilizan las empresas holandesas que emiten *acciones - llamadas - prioritarias*. Son estas, acciones que otorgan a su titular derechos de influencia en las decisiones societarias de carácter especial. Por ejemplo, atribuyen derechos de voto múltiples en relación con las ordinarias (llegando a alcanzar el 50 % de los derechos de voto totales) o el derecho a designar a uno o varios de los consejeros ejecutivos en el consejo de administración o un derecho a vetar la modificación de determinadas cláusulas de los estatutos. Lo que convierte a estas acciones en una medida anti-OPA completamente insuperable es que su titularidad corresponde a una *Fundación controlada*, a su vez, por los *proprios administradores ejecutivos*”.

¹⁸ HU y BLACK (2006, pp. 811 y ss.).

¹⁹ En principio, la teoría económica advierte que la necesidad de tomar decisiones no implica necesariamente que importe en quién recaiga la competencia. Así, cuando todos los socios se ven igualmente afectados por la decisión hay acuerdo completo, y es indiferente quién de entre ellos tome personalmente la decisión. En cambio, la asignación del control importa –y mucho- cuando hay conflicto de intereses. Entonces, si los socios tienen preferencias discordes sobre acciones alternativas, no son indiferentes en relación con la asignación de los derechos de voto, y el voto es valioso. De hecho, el voto valdrá más para aquellos accionistas que valoren el control – los socios internos- frente aquellos otros que no lo hagan –los socios externos-. Con todo, el teorema de Coase establece que incluso cuando la asignación inicial no sea la más productiva, las partes pueden alcanzar el

tantas reglas utilizables para adjudicar el poder de decisión, y no necesariamente la más idónea en todos los casos desde una perspectiva económica. Por eso, la defensa habitual de la regla se apoya en dos tipos de argumentos, uno de índole político, y otro de índole económico que, como veremos, no resultan concluyentes.

a) La primera línea argumental incide en el *perfil democrático de la regla* al alinear poder de voto e incentivos económicos²⁰. A primera vista parece natural que el poder de decisión se reparta entre los accionistas porque son, en definitiva, los beneficiados o perjudicados por la marcha de la sociedad. La regla cuenta además con otra ventaja argumentativa, y es que la política de dar más poder a los accionistas es una de las estrategias más afianzadas del buen gobierno corporativo. Sin embargo, bien mirado, de lo que no cabe duda es que la regla de la proporcionalidad legitimaría, aún más si cabe, los derechos de control de los socios mayoritarios en el panorama europeo. O dicho de otro modo, la aplicación de la regla en los entornos de capital concentrado está en la base de los desequilibrios entre los socios internos y los socios externos en el seno de las sociedades.

b) La segunda línea argumental subraya *la eficiencia de la regla* al promover la asignación eficiente del control –igualando el terreno de juego del mercado de control- y mitigar los problemas de agencia. En este sentido se argumenta que si los socios externos ceden sus derechos de voto al socio interno que valora más el control, aquellos experimentarán una merma en el rendimiento esperado de su inversión. De un lado, los conflictos de intereses entre socios internos y socios externos reduce el valor de la acción bajo los *insiders* actuales –el mercado descuenta la tasa de beneficios privados del control-. De otro lado, el atrincheramiento de los socios minoritarios de control reduce la probabilidad de una opa futura y, con ello, el valor esperado de la prima de control. La fortaleza del argumento es evidente, lo que sucede es que este escenario –aunque exacerbado- no es muy distinto del que se puede producir bajo el principio de una acción-un voto en un entorno de alta concentración del capital. Lo que nos llevaría entonces a la conclusión de que la regla de la proporcionalidad no es por si sola capaz de evitar los riesgos de expropiación de los socios externos.

2. Las reflexiones anteriores parecen sugerir que la proporción entre derechos de propiedad y de voto no es ninguna panacea. No parece, en efecto, que las ineficiencias y los desequilibrios de nuestras sociedades se vayan a solventar –como por arte de birlibirloque- por el sometimiento a

resultado eficiente a través de la renegociación, por lo que es de esperar que negociar por los votos provocará que se adopte la decisión eficiente. La idea que es importante transmitir es que esta transacción se puede hacer en el mercado de votos –el mercado de control-, o en el seno de la sociedad entre socios externos y socios internos, y en tal caso, los socios estarían redistribuyendo los derechos de voto, o lo que es lo mismo, reorganizando internamente la estructura de gobierno de la sociedad al margen de los derechos de propiedad.

²⁰ KHACHATURYAN (2007, pp. 335 y ss.). La idea de que la democracia accionarial se alcanzará a través del principio de proporcionalidad entre capacidad de decisión y la asunción de riesgo empresarial aportando capital es un principio tradicional de la dogmática alemana (el llamado *Kapitalprinzip*), ZÖLLNER (2009, § 12, marginales 2 y ss.).

sus dictados. Y aunque así fuera, habría que valorar a qué coste. El debate sobre la proporcionalidad es más complejo de lo que parece a primera vista, y nos enfrenta a cuestiones capitales del derecho de sociedades, como son la estructura de propiedad y la financiación de las sociedades, o los riesgos de expropiación de los socios externos. Por ello, la tarea que nos hemos marcado es la de abordar el estudio desde sus distintas vertientes. Pero antes corresponde avanzar las tesis que se defienden en este trabajo, y que responden a las tres dimensiones del problema que se apuntaban al inicio.

a) En primer lugar, *respecto al aspecto de la financiación de las sociedades y la selección de la estructura de propiedad*, parece evidente que la regla de la proporcionalidad tiene consecuencias en la organización de la sociedad, porque obligaría a los empresarios a distribuir la propiedad y el control de las sociedades de una manera pre-determinada por la ley. En consecuencia, la primera tesis que se defiende es que *la libertad contractual debería amparar la decisión de los socios de elegir la estructura de propiedad y los ajustes de capital que mejor se avengan a sus intereses*. Si nos aproximamos a la cuestión desde una óptica económica se comprueba sin demasiado esfuerzo que no hay una estructura de capital idónea y eficiente para todas las sociedades, por eso los socios son los mejores posicionados para tomar tal decisión en función de las circunstancias particulares de cada caso²¹. Los costes y beneficios de la estructura de capital varían de unas sociedades a otras, e incluso en una misma sociedad a lo largo del tiempo. Por ello, al consentir que sean los empresarios quienes diseñen la estructura de propiedad y de control que maximice sus beneficios totales se premia y se estimula la actividad empresarial. Visto así, la función del derecho se debería limitar a facilitar una regla dispositiva que convenga a la generalidad de los casos –que bien podría ser la de la proporcionalidad– y poner en marcha todos los instrumentos necesarios para que la decisión de alterar la proporcionalidad se pudiera adoptar –sin trampa– en interés común de todos los socios. Paralelamente el derecho debería facilitar mecanismos para que, llegado el momento, se produzcan economías de escala de la manera más eficiente. Pero existen vías más adecuadas para conseguir la dilución del capital que la *break-through rule*. La regla podría ser un sistema de revisión periódica de los blindajes por parte de los socios externos si consideraran que en las circunstancias cambiantes de la empresa, fuera deseable para la creación de valor desbloquear o reabrir el control (por ejemplo, para acceder al mercado de M&A).

b) En segundo lugar, y en relación con *los incentivos de los socios de control*, se ha de compartir con los defensores de la regla una acción-un voto el diagnóstico de que la expropiación de los socios externos es un problema grave en las jurisdicciones con fuerte concentración del capital. Pero en cambio, nada parece indicar que la extracción de beneficios privados del control se combata eficazmente *interviniendo sobre la estructura de propiedad de las sociedades –incentivando a que sea más concentrada o más dispersa–, en vez de optar por optimizar el sistema de protección de los socios externos*

²¹ La teoría económica nos advierte que la estructura de propiedad y la distribución del poder de decisión es importante porque afecta al valor de la empresa (como muestra, véase TIROLE [2006, pp. 387 y ss.]). DEMSETZ y LEHN (1983, pp. 1155 y ss.) argumentan que hay una estrecha relación entre estructura de propiedad y valor: la propiedad varía de manera consistente con la maximización del valor (que incluye no sólo los beneficios públicos, sino también los privados). Se trata de una decisión, por lo tanto, endógena de cada sociedad.

que brinda el derecho de sociedades. Pero es que, además, esta última solución sale ganando si analizamos los costes de la regla de la proporcionalidad.

A primera vista parecería una regla barata para el aparato del estado y su sistema de justicia, porque la rebaja de los beneficios privados se realiza a costa de la inversión privada. Sin embargo, esta apreciación no es del todo exacta. La prohibición legal de las desviaciones, al elevar el precio de la inversión, tendría efectos adversos en la financiación de las empresas, y a la postre, repercutiría en coste social, al desincentivar la puesta en marcha de proyectos empresariales o salidas a bolsa para buscar financiación por el miedo a perder el control. De otro lado, se debería extender el análisis a los costes y beneficios de otros fenómenos sustitutivos, como las estructuras multi-societarias o las transacciones sobre acciones de los mercados²². En efecto, la imposición tajante de la regla de la proporcionalidad deja casi como únicas vías abiertas a la pretensión de conservar el control otras más opacas, y por ello menos deseables, como son las estructuras piramidales o los derivados.

El juicio de eficiencia nos lleva a la conclusión de que sería más productivo implementar mecanismos societarios que reduzcan eficazmente los conflictos de interés del socio de control – en particular, los asociados a las transacciones vinculadas – , y paralelamente, dejar a las sociedades que libremente opten por la estructura de propiedad que estimen más adecuada a sus intereses empresariales.

c) En tercer lugar, *en relación con el mercado de control*, se suele argumentar que la regla de la proporcionalidad mejoraría el gobierno de las sociedades. Esta óptica viene a sostener que la vía para perfeccionar el gobierno corporativo de las sociedades europeas consistiría sustancialmente en quitar el poder de decisión a los socios de control entregándoselo a los *managers*. Lo que sucede es que pronto nos percatamos de que el dilema del gobierno corporativo no consiste en intercambiar unos *controllors* por otros, sino en reducir en cada supuesto los conflictos de interés que se generen. Por ello, *la defensa de la proporcionalidad –y, por ende, de la democracia accionarial– no debería ser la línea de acción rectora para impulsar el gobierno corporativo en las sociedades europeas.* De un lado, porque la desproporción entre propiedad y control puede cumplir funciones productivas de alto interés para muchas sociedades, por lo que la imposición de la regla una acción-un voto con carácter general y sin excepciones crearía ineficiencias. Del otro, porque es una medida que no contribuye a combatir la raíz de los costes o desequilibrios estructurales entre los *insiders* –los socios de control– y los accionistas externos, que son las ineficiencias más habituales en las sociedades europeas. Más bien al contrario, la inserción de la regla en un contexto de fuerte concentración contribuiría a legitimar todavía más la posición privilegiada de los socios mayoritarios en el control de la sociedad.

²² De hecho, es fácil presumir que los países más proclives a adoptar la regla serán aquellos en los que el impacto relativo de la prohibición sea bajo (el caso alemán, con fuerte implantación de posiciones de control mayoritarias y de grupos) mientras que los países más discrepantes serán aquellos con mayor establecimiento de dobles estructuras accionariales en sus sociedades (el caso de los países escandinavos).

Esta reflexión nos lleva a otra más general, y es *que muchas de las reformas de gobierno corporativo que se han impulsado en las jurisdicciones europeas son ineficaces para alcanzar el cometido que se les ha encomendado. Hemos incurrido en un error de foco o de objetivos: las medidas no apuntan al núcleo del problema del gobierno de las sociedades en nuestros países, esto es, los conflictos mayoría-minoría*. Las propuestas y las reformas de gobierno corporativo al uso –entre las cuales se cuentan las acciones a favor de la democracia accionarial- están diseñadas para limitar el oportunismo de los *managers*, típico de las estructuras de capital disperso. Pero las mismas medidas no sirven para poner freno al oportunismo del socio de control en el ejercicio del poder, que es la mayor y más costosa ineficiencia de nuestras sociedades; o lo que es aún peor, con frecuencia son contraproducentes²³. Desde esta óptica no sería de extrañar que los socios de control europeos fueran firmes defensores de este tipo de reformas, pues sólo les producen réditos: sobre el papel parecen contribuir a mejorar el gobierno de las sociedades, sin por ello ver afectadas sus rentas, ni su franquicia en el control de las sociedades.

1.3. Las vías de abordar la cuestión

Es fácil apreciar que al abordar esta cuestión se entrecruzan dos vertientes distintas, una que analiza el poder de decisión desde la óptica de la administración interna o societaria del control, y otra que observa el control desde la perspectiva de su fortaleza frente a ataques externos que pretendan arrebatarlo. Se trataría por lo tanto de separar las dos esferas que congrega la idea de propiedad: los incentivos –para obtener el control- y el atrincheramiento –para blindar el control-²⁴. La primera se refiere a la *asignación de los derechos de control*, es decir, se trata de analizar si puede resultar productivo para la sociedad que el poder de decisión se encomiende en exclusiva a un socio que no haya adquirido los derechos –económicos- de control de la sociedad. Lo que se enjuicia desde este ángulo es si la falta de correlación entre inversión y poder de gestión puede estar justificada en alguna ocasión por razones de eficiencia y, en tal caso, determinar las condiciones que legitimen su admisibilidad. Se trataría de analizar las CEMs *como instrumentos para redefinir las estructuras de propiedad de las sociedades y posibilitar fórmulas organizativas más productivas*. A este respecto no podemos olvidar que los derechos de las sociedades continentales pre-determinan la estructura de propiedad de las mismas al adoptar el principio mayoritario como criterio de eficiencia, de tal manera que la propiedad –mayoritaria- legitima los derechos de control. En estas jurisdicciones quien toma las decisiones de la sociedad es típicamente el o los socios mayoritarios, y los ordenamientos articulan la regulación –en buena medida imperativa- del gobierno de las sociedades en torno a esta premisa. De ahí que no sea sorprendente que la alteración de la proporcionalidad sea vista con frecuencia con recelos por amplios sectores doctrinales, pues supone una manipulación del principio mayoritario. Gran parte de estas

²³ BEBCHUK y HAMDANI (2009, p. 1268).

²⁴ Esta doble perspectiva es común en la literatura económica, entre nosotros la formula con eficacia, PAZ-ARES (1996, pp. 13-14).

suspicias se formulan con nitidez al abordar la cuestión del llamado socio minoritario de control.

La otra dimensión que suscita la admisibilidad de estos mecanismos contractuales de control atañe a la *consolidación del control*. Desde esta óptica, el problema consiste en que una vez que se pactan en los estatutos, el socio minoritario de control no sólo tiene el poder de decisión, sino además un poder incontestable: el socio de control queda irremediabilmente blindado frente a los cambios de control. El reproche desde esta óptica es que la falta de supervisión exacerba los costes de agencia. Lo que sucede es que, bien mirado, la particularidad de estos mecanismos no es simplemente que sean fórmulas defensivas o de blindaje, es decir, que aislen a quienes gestionan la sociedad de la disciplina del mercado, sino que les convierte *de facto* en socios internos mayoritarios. No es lo mismo que los *insiders* sean los administradores a que lo sean los socios. Los administradores tienen un poder delegado de los socios -que son quienes conservan los derechos residuales del control- lo que hace que la delegación sea, por definición, revisable; mientras que los socios de control gozan de un poder de decisión estable y privativo, como corresponde a su condición de dueños o de propietarios. Por eso la delegación de los derechos de control que realizan los socios es sustancialmente distinta si el agente de sus intereses es un administrador o es un socio de control. El análisis del conflicto de intereses cambia, al igual que los remedios jurídicos y extrajurídicos disponibles para reducirlo.

El presente trabajo se organiza como sigue. El apartado 2 se analizará la eficiencia de la separación de la propiedad y el control desde la perspectiva de la asignación del control. El apartado 3 se centrará en el sistema de opas, las medidas defensivas, y la valoración de la *break-through rule*. El último apartado de este trabajo tiene el propósito de analizar los instrumentos jurídicos más adecuados para lidiar con los excesos de las posiciones de control minoritarias. Como se verá, son sustancialmente herramientas de derecho de sociedades encaminadas a proteger los intereses de los socios externos o minoritarios.

2. ¿Son los socios (minoritarios) buenos controllers?

Puestas así las cosas, el propósito de este apartado es analizar la cuestión que nos ocupa desde el lado de la eficiencia de la asignación del control, es decir, si los acuerdos estatutarios que rompen la paridad entre los derechos de propiedad y los derechos de voto son productivos o improductivos, es decir, si crean o destruyen valor para las sociedades afectadas. Para simplificar el análisis vamos a tomar el modelo de la estructura doble de acciones, porque sea cual sea la distribución entre propiedad y control que promuevan otros mecanismo de disociación más intrincados -como las pirámides, las acciones de voto plural, o las participaciones recíprocas-, puede siempre reproducirse a través de una doble estructura accionarial²⁵. Antes de adentrarnos en el examen detenido de la cuestión, dos observaciones resultan oportunas.

²⁵ BEBCHUK, KRAAKMAN y TRIANTIS (2000, pp. 297-301).

La primera cuestión que debemos tener presente en un análisis de estas características es que el alcance de la distribución de los votos al margen del capital depende de la estructura de la propiedad²⁶. Así, la concentración del capital es una variable endógena a las desviaciones de la proporcionalidad entre acciones y voto, es decir, la probabilidad de observar en la realidad este tipo de arreglos aumenta si hay algún o algunos socios con una participación más concentrada. La razón es simple: la concentración hace que el voto sea más valioso porque otorga derechos de control- como lo indica el premio que origina su transferencia-. De hecho, el valor marginal del voto es creciente hasta obtener el control y decreciente una vez obtenido²⁷. Por ello nuestro estudio se debe centrar en las estructuras de propiedad concentrada, y no en las dispersas: el mismo análisis en los entornos de capital disperso nos conduciría a resultados dispares porque lo que es eficiente en un caso, suele no serlo en el otro²⁸. Lo mismo sucede en relación con otras reglas, por ejemplo, la regla de la mayoría del capital es muy valorada para la protección de los socios externos de las sociedades con estructura dispersa porque facilita la sustitución del manager oportunista; en cambio, la misma regla sirve en las sociedades de capital concentrado para el propósito contrario -afianzar el control de los socios internos-, por lo que ofrece escasa protección a los socios externos²⁹.

La segunda observación relevante es que el análisis sobre la eficiencia de las acciones de voto plural guarda paralelismo con otro análisis para todos más familiar, el relativo a la eficiencia de la existencia de uno o de varios socios de control en las sociedades. Es importante tener presente que la mera existencia

²⁶ La literatura financiera nos atestigua que estas estructuras son muy frecuentes en los países con fuerte concentración, como los asiáticos (CLAESSENS, DJANKOV y LANG. [2000, pp. 81 y ss.]), y europeos, (FACCIO y LANG [2000, pp. 365 y ss.]), y en general, la concentración de capital es la forma de propiedad más común en el mundo, KHANNA y YAFEH (2007, pp. 331 y ss.).

²⁷ Con todo, las estructuras de doble-clase no son extrañas en los entornos de fuerte dispersión, y no siempre están dispuestas para alcanzar el control. GOMPERS, ISHII y METRICK (2010, pp. 1051-1088), en una muestra muy extensa de sociedades americanas certifican que los *insiders* no disponen de la mayoría de los votos en al menos un tercio de sus observaciones.

²⁸ BUKART y LEE (2008). En efecto, en las sociedades de estructura dispersa, la perfecta proporción una acción-un voto es una práctica común, pero por lo general no suele ser óptima (a menos que haya una subasta entre varios oferentes). Es cierto que la proporcionalidad promueve a priori un resultado eficiente en caso de opa, pero por otro lado, cierta desviación contribuye a mitigar el problema de *free-riding* que típicamente se origina cuando la oferta se dirige a un accionariado muy fraccionado, favoreciendo en definitiva la probabilidad de que se realicen mayor número de ofertas y se dinamice el mercado de control societario. En cambio, en los entornos de capital concentrado, que es el modelo de propiedad accionarial más extendido en el mundo, las estrategias para desligar voto y cash-flow son frecuentes, pero sin embargo la teoría económica advierte que en presencia de un socio de control minoritario, la regla de una acción-un voto es la más eficaz porque promueve los cambios de control eficientes y obstaculiza los ineficientes. Nótese que esta cuestión está muy vinculada a la tasa de beneficios privados: la regla *one share-one vote* funcionaría como una regla anti-expropiatoria en la venta de la sociedad por parte de los socios. Si se maximizan las posibilidades de que una opa que aumente el valor de las acciones llegue a consumarse, se reducen las posibilidades de los *insiders* de obtener beneficios privados.

²⁹ BEBCHUK y HAMDANI (2009, pp. 1282-1283 y 1292-1296).

de uno o de varios socios de control hace que de hecho la proporcionalidad no sea perfecta: el derecho de sociedades asigna el control de la sociedad al socio o socios mayoritarios. Es decir, sin duda quien tenga el 50.1% de las acciones tiene el 100% del poder de decisión de la sociedad –y con él, el control de la gestión de todos los recursos sociales- pero incluso con una menor participación se puede ejercer el control de forma estable. Lo que nos lleva a la conclusión de que los socios externos o no controladores carecen virtualmente, con efectos prácticos relevantes, del derecho de voto y tan solo les queda confiar que sus intereses sean protegidos a través del cumplimiento y efectividad real de los deberes de lealtad de los socios internos. En esta tesitura, el derecho de los socios externos a recibir los rendimientos de su inversión y no verse burlados por los socios internos dependerá del nivel de protección jurídica efectiva que dispense el ordenamiento a los socios minoritarios.

Pues bien, esta situación se produce de manera natural cuando hay uno o varios socios que han adquirido los derechos de control de la sociedad a través de la inversión de una participación mayoritaria en la misma, y de manera artificial cuando la ingeniería contractual de la sociedad posibilita que las mismas acciones confieran distintos derechos de voto o que se restrinja el ejercicio del voto por encima de un umbral preestablecido. De estas reflexiones cabe extraer una consecuencia, y es que *en gran medida, la consolidación del control del socio interno ofrece ventajas y desventajas, con independencia de que el control se adquiera a través de una participación mayoritaria o de mecanismos jurídicos que rompan la paridad con la propiedad*. La situación del socio minoritario de control debe entenderse en este contexto, con la peculiaridad de que puede desempeñar el papel beneficioso del socio mayoritario en el gobierno de la sociedad a un menor coste de inversión de capital, pero paralelamente se agravan los conflictos de interés entre socios internos y socios externos propios de la concentración de capital³⁰.

2.1. La eficiencia del control de los socios: el compromiso del capital con la sociedad

La literatura económica ha resaltado algunas de las funciones productivas a las que sirve la concentración del capital. El núcleo de la argumentación subraya la función de vigilancia de los socios de control sobre las tareas de gestión realizadas por los administradores, reduciéndose así los costes de agencia³¹. Si el oportunismo de los administradores se reduce, lo lógico es pensar que sus esfuerzos se concentran más eficazmente en crear valor. En torno a esta línea argumental se ha destacado que la estabilidad de los socios de control permite la realización de proyectos a largo plazo, abolir las interferencias de los inversores externos poco informados, y proteger de manera adecuada las inversiones específicas del capital humano. De igual manera, la literatura que ha estudiado las acciones de voto plural refleja estos mismos beneficios en caso de desviación. Con una ventaja añadida: dado que el capital es un recurso escaso, los CEMs abaratan

³⁰ BEBCHUK y ZINGALES (2000, pp. 55 y ss.), argumentan que las acciones de voto plural exacerban las distorsiones típicas de las estructuras de control en manos de socios.

³¹ En palabras de GILSON (2006, p. 1651), es más eficaz la vigilancia interna de un socio de control que la del mercado.

la posibilidad de que uno o varios socios ejerzan una posición de control productiva o beneficiosa para la sociedad en particular, y para el bienestar económico en general.

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

Pues bien, puesto que adoptar estas medidas es costoso por las alarmas que suele despertar, *los socios de control tendrán incentivos para hacerlo si gozan de buena reputación en el mercado y si la diferencia en valor intrínseco entre los proyectos a largo plazo y a corto plazo es muy alta*³². En estos casos la operación tiene altas probabilidades de maximizar el valor de los accionistas a largo plazo porque los beneficios que brinda son superiores a sus costes en términos de falta de disciplina de los *insiders*. Ejemplos paradigmáticos son las empresas en industrias a largo plazo -como los periódicos y otros medios de comunicación- o las empresas con fuertes inversiones en investigación y desarrollo, o que deben afrontar cambios tecnológicos drásticos³³. También las empresas familiares o las empresas dirigidas por personas con una sólida reputación de dedicación a la empresa, como sus fundadores, son firmes candidatos para este tipo de operaciones³⁴. Paralelamente, se observa una relación directa entre la actividad del mercado de

³² CHEMMANUR y JIAO (2006).

³³ BARANCHUK, KIESCHNICK y MOUSSAWI (2005), documentan que las empresas con mejores perspectivas de crecimiento están bien blindadas frente a una opa.

³⁴ En las empresas familiares hay una alta incidencia de acciones de voto plural, y una razón es la alta reputación de sus dueños; ANDERSON y REEB (2003, pp. 1301 y ss.), CHEMMANUR, PAEGLIS y SIMONYAN (2008), tratan de medir la calidad y reputación de los managers en relación con IPOs.

control y las medidas de blindaje: si el mercado de control ha incrementado su actividad, es más probable que aumente también la demanda de blindajes.

2.2. Los costes del control de los socios: la expropiación de los socios externos

1. El ejercicio del control por parte de uno o varios socios no es ajeno a los costes. Si bien es cierto que los socios internos reducen el oportunismo de los administradores, también lo es que se aumenta el riesgo de expropiación de los socios externos a través de la extracción de beneficios privados del control, es decir, beneficios sociales que se distribuyen de manera asimétrica entre los socios. Este es el origen de los conflictos de interés en el seno de esta estructura de propiedad que, como es sabido, se originan entre socios internos o con derechos de control y socios externos o sin derecho de control³⁵.

El riesgo de expropiación de los socios externos depende de dos variables: la ratio de los beneficios privados, y la inversión del socio de control en la sociedad.

a) En lo que respecta a la primera variable, la eficiencia de estas estructuras de propiedad dependerá en gran medida del *volumen de los beneficios privados del control*, porque si son más altos de lo deseable, es de suponer que las motivaciones de los socios internos para consolidar el control no sean de naturaleza productiva, sino más bien de naturaleza improductiva o expropiatoria de los socios externos³⁶. De hecho, esto explicaría por qué el voto vale menos en sociedades bien gestionadas, y vale más en sociedades mal gestionadas. La literatura empírica que ha medido el volumen de los beneficios privados corrobora esta orientación³⁷. Los datos parecen indicar que la extracción ineficiente de beneficios privados del control -que se produce cuando los socios de control ganan menos de lo que pierden los socios externos- es un fenómeno muy extendido que perjudica a los socios externos. Es más, las tasas de extracción de beneficios

³⁵ Sobre este particular, véase por todos, VOLPIN y ENRIQUES (2007, pp. 117-140).

³⁶ La teoría económica advierte que es eficiente que los socios de control extraigan una cierta tasa de beneficios privados, pues es la manera de retribuir las tareas de control de la sociedad, y de las que se benefician sin coste el resto de los socios. Lo que sucede es que es imposible señalar la tasa eficiente de extracción de beneficios privados, que depende de cada relación entre sociedad-socio de control. De lo que se trataría es de incentivar la consolidación en el control de los "buenos" controladores, y penalizar la consolidación en el control de los "malos" controladores, o expropiadores. Un survey de la literatura a este respecto se puede consultar en GUTIERREZ y SÁEZ LACAVE (2010).

³⁷ Se han usado dos métodos para medir la tasa de beneficios privados. El primero consiste en inferirlo del valor del mercado de distintas clases de acciones. Este ha sido el sistema más popular en relación con un país determinado (ejemplos DEANGELO y DEANGELO [1985, pp. 33 y ss.] o ZINGALES [1995, pp. 1047 y ss.] para Estados Unidos, H. LEVY [1982, pp. 79 y ss.] para Israel, CHUNG y KIM [1999, pp. 35 y ss.] para Corea, entre otros). El estudio más ambicioso con este método es de NENOVA (2003, pp. 325 y ss.), que recoge y analiza datos de 18 países. El segundo método deduce la tasa de beneficios privados del premio en las transmisiones de los bloques de control (el estudio pionero es el de BARCLAY y HOLDERNESS [1989, pp. 371 y ss.], pero sin duda el definitivo es el realizado por DYCK y ZINGALES [2004, pp. 537 y ss.], con una muestra amplia de 39 países).

privados del control varían dramáticamente si los resultados se comparan entre distintos países, lo que lleva a la conclusión de que el sistema jurídico e institucional –y en particular, los niveles de protección de los socios externos- es un elemento determinante para explicar las varianzas. O dicho con otras palabras, el nivel de protección que ofrece el sistema legal en su conjunto –las reglas societarias de protección frente al *self-dealing*, las normas de transparencia, los mecanismos de *enforcement*, entre otros- presentan una relación inversamente proporcional con la tasa de beneficios privados.

b) En relación con la segunda variable, se observa que el oportunismo del socio de control es inversamente proporcional a su participación social³⁸. El socio de control tiene incentivos para externalizar los costes de su conducta oportunista o desleal en función de la reducción de su cuota sobre el cash flow. Puestas así las cosas, es fácil entender que *la extracción de beneficios privados sea una razón muy poderosa para explicar que el socio minoritario trate de tomar el control a través de cualquier medio a su alcance, porque cuanto menor es la inversión, mayores son los incentivos para distribuir el resultado de manera asimétrica*³⁹. O dicho con otros términos, el socio minoritario de control no internaliza las decisiones sociales que crean valor a la sociedad a través de su participación social, porque su participación minoritaria sólo le da derecho a una parte pequeña del valor generado.

2. Justamente la oportunidad del socio de control de extraer beneficios privados conlleva tres riesgos, que se exacerbaban si quien controla es un socio con una participación en sí minoritaria. *El primero es el atrincheramiento del socio en la posición de control*, es decir, el socio interno se parapeta jurídicamente para mantenerse en el control. Una característica del ejercicio del control por parte de los socios mayoritarios es que, hagan lo que hagan, los socios externos no pueden relegarles del mismo, o solo a un coste prohibitivo o casi. Esta circunstancia da estabilidad a las inversiones y a los proyectos empresariales, pero tiene la contrapartida de que sus actuaciones desleales en ningún caso les van a costar el control, lo que reduce el “precio” de cometer esas conductas desleales. No es de extrañar, por lo tanto, que los socios de control se encuentren más seguros si actúan oportunistamente que los administradores, pues éstos últimos corren el riesgo de ser sustituidos. En estas circunstancias, los socios externos no cuentan con instrumentos directos para proteger sus inversiones, porque han delegado sus derechos de control a los socios controladores, pero tampoco con derechos residuales para disciplinar a los socios internos. La protección de sus intereses dependerá de la lealtad de los socios de control, que si bien puede en algunos entornos sujetarse a la reputación, lo más frecuente es que obedezca sustancialmente al nivel de protección efectiva de los inversores externos que proporcione el sistema jurídico, definiéndose así el estándar de lealtad de los socios de control en cada entorno institucional.

³⁸ BEBCHUK, KRAAKMAN y TRIANTIS (2000, pp. 295 y ss.).

³⁹ BERTRAND, MEHTA y MULLAINATHAN (2002, pp. 121 y ss.), presenta evidencia sobre la cantidad tan significativa de beneficios privados que se generan a través de estas estructuras.

El segundo riesgo del control es la adopción de decisiones improductivas, esto es, las decisiones empresariales y de inversión que crean valor se pueden ver reemplazadas por otras improductivas si producen mayores beneficios privados del control. Tradicionalmente la lealtad de los socios de control se ha entendido garantizada por el compromiso del socio de control con el interés de la sociedad, puesto que la fuerte inversión de capital que ha realizado en la sociedad necesariamente le disciplina para elegir las políticas empresariales que mayores réditos retribuyan al interés común. Según este planteamiento, el oportunismo del socio de control es menos perjudicial que el oportunismo del administrador, porque mientras que la deslealtad del socio de control es de naturaleza distributiva, la del administrador es de naturaleza productiva. El socio de control, por la cuenta que le trae, no va a utilizar el control para enriquecerse a costa de destruir valor de la sociedad, se limitará a distraer a su favor una parte superior a la que le correspondería en el reparto equitativo. En cambio, se suele argumentar que los comportamientos oportunistas del administrador son más indeseables porque típicamente destruyen valor de la sociedad, como lo atestiguan los más característicos del “escaqueamiento” (*shirking*) o de la construcción de imperios, tal como ha acreditado la teoría de los costes de agencia.

Pues bien, este planteamiento necesita ser revisado. La teoría económica más reciente nos advierte que las decisiones productivas de una sociedad pueden verse determinadas por la tasa de beneficios privados del control. Es decir, *el socio de control tiene incentivos para elegir, de entre dos proyectos de inversión, el menos productivo, si le permite extraer una tasa más alta de beneficios privados*⁴⁰. Estas decisiones claramente atentan contra el interés social porque destruyen valor, pero los socios internos externalizan su coste sobre las espaldas de los socios externos. Con todo, es indudable que el alineamiento entre el interés de la sociedad y el interés del socio de control crece en función del tamaño de la inversión del socio. En consecuencia, cuanto menor sea la inversión del socio de control en la sociedad, mayores incentivos habrá para la expropiación, y mayor riesgo de adoptar políticas ineficientes y costosas para la sociedad⁴¹.

⁴⁰ BEBCHUK (1999).

⁴¹ BEBCHUK, KRAAKMAN y TRIANTIS (2000, pp. 295 y ss.). Los estudios empíricos avalan estas consideraciones. En efecto, los estudios de campo más frecuentes se realizan en los países asiáticos, en donde las estructuras piramidales son comunes, y sus conclusiones indican claramente que la desproporción entre los derechos de control y los derechos de cash-flow se descuenta en los mercados, y el descuento crece en función de la discrepancia entre ambas variables (CLAESSENS, DJANKOV, FAN y LANG [2002, pp. 2741 y ss.]). Con todo, la mayor información empírica existente es en relación con las emisiones de acciones de voto plural *-dual class structures-*, y reunificaciones: en este contexto, los resultados son menos concluyentes. Los datos derivados de la reacción del mercado ante el anuncio de la desproporcionalidad han venido sosteniendo la productividad de las emisiones. Esto no es sorprendente, dada la naturaleza endógena de tales decisiones: es más probable que las alteraciones en la estructura accionarial y de voto se proyecten en sociedades con fuertes expectativas de creación de valor (véase por todos el survey, ADAMS y FERREIRA [2008, pp. 51 y ss.]). Con todo, recientemente la corrección de estos resultados se ha puesto en cuestión por razones metodológicas, y se apunta a que las empresas que adoptan estructuras de propiedad dual perderán a la larga inversión y productividad, en definitiva, valor.

El tercer riesgo es de carácter macroeconómico y se refiere a los efectos de la expropiación de los socios externos en el desarrollo de los mercados de capitales. Desde esta perspectiva, la valoración de los mecanismos que separan los derechos de voto y de cash flow no afecta sólo a consideraciones de carácter distributivo, sino que tiene impacto en el bienestar productivo. En este sentido, los estudios son pesimistas. Está muy extendida la opinión de que la existencia de tasas altas de beneficios privados elevan los costes de capital, lo que a la larga frena y obstaculiza el desarrollo de los mercados de capital⁴². El problema es que hay base suficiente para inferir que los índices de crecimiento y desarrollo de la economía de los países están íntimamente ligados a la expansión y fortaleza de los mercados bursátiles.

2.3. ¿Debemos acabar con las posiciones minoritarias de control?

Las reflexiones anteriores nos llevan a la conclusión de que no es posible concluir que la proporcionalidad es necesariamente ventajosa, y la desproporcionalidad necesariamente dañina. Hay “buenos” socios de control –que crean valor- y “malos” socios de control –que destruyen valor-, pero es cierto que las desviaciones de la proporcionalidad pueden contribuir a agravar el riesgo de ineficiencias. La cuestión, entonces, es qué debe hacer el Derecho para reducir estas ineficiencias, y la imposición de la proporcionalidad pretende, en definitiva, acabar con el riesgo de expropiación influyendo en las decisiones de propiedad y de control de las sociedades. El planteamiento es como sigue. *La idea poderosa que hay en el trasfondo de la regla una acción-un voto es la de desincentivar a través de instrumentos jurídicos la conformación del control en manos de insiders con una participación minoritaria.* La imposición de la regla aumentaría el coste de invertir en una posición de control, por lo que la alternativa del socio de control minoritario es clara: incrementar la inversión y conservar el control, o desinvertir y perder el control. Parece razonable pensar que en esta tesitura lo más probable es que se produzcan desinversiones, se diluya el capital, y con ello se remedien los excesos del control más exacerbados, que suelen ir asociados al control del socio minoritario. Muerto el perro, se acabó la rabia. Sin embargo, es fácil apreciar que esta solución es ingenua y poco satisfactoria. Y lo es por varias razones.

En primer lugar, a nadie se le esconde que si bien es una medida eficaz para cortar de raíz los costes, es igual de eficaz para hacer lo propio con los beneficios: no discrimina entre el *controller* creador de valor y el *controller* expropiador. En segundo lugar, no se nos oculta que esta estrategia ataca los casos más clamorosos de oportunismo de los socios internos, pero *no soluciona los conflictos de fondo de las estructuras de capital concentradas*. Es probable que detrás de esta estrategia esté la firme convicción de que el riesgo de extracción de beneficios privados del control es mayor cuando el socio interno es minoritario, y de ahí que éste deba ser combatido con firmeza. Pero no es solo esto. Si se contextualiza, resulta evidente que se trata de una reacción frente a las críticas que se han vertido sobre el déficit del gobierno corporativo en el entorno europeo, en un momento en el que la concentración de capital está siendo puesta en cuestión

⁴² LA PORTA, LOPEZ DE SILANES y SCHLEIFER (1999, pp. 471 y ss.) y LEVINE (1999, pp. 24 y ss.).

debido a la alta ratio de beneficios privados⁴³. El resultado es claro: demonizando a los *insiders* minoritarios, se santifica a los *insiders* mayoritarios. En consecuencia es de esperar que la tendencia de la propiedad en las sociedades europeas sea la de consolidar las posiciones inequívocamente mayoritarias –e intocables, por eso-. Por último, es una ingenuidad pensar que una mayor dilución del capital es la clave para solucionar los problemas de gobierno de las empresas europeas: no debemos olvidar que si se produce una mayor dilución, se mitigarán los conflictos entre los socios, pero paralelamente, arreciarán los costes de agencia con los managers.

El planteamiento, a mi juicio, debiera ser otro. Ante esta realidad, el Derecho debería tener encomendada la tarea de incentivar a los *controllers* productivos y desincentivar a los *controllers* improductivos, y la manera de hacerlo no es interviniendo en la estructura de capital de las sociedades, sino subiendo el precio de la extracción de beneficios privados de los socios de control. Frente a este programa, la solución más cabal consistiría en articular reglas que supervisen las operaciones que entrañan riesgo de expropiación (particularmente, las operaciones vinculadas del socio de control), y perfeccionar su *enforcement*. De esta forma, las razones para invertir en un paquete de control se alinearían con la creación de valor. Sobre este análisis se volverá con mayor detalle más adelante (infra 4).

3. El derecho de voto y la defensa frente a opas hostiles

Siguiendo el plan que nos habíamos trazado, corresponde a continuación analizar la cuestión desde otro ángulo, del lado de la consolidación del control. El grueso del análisis jurídico en torno a la oportunidad o no de permitir desviaciones de la regla de proporcionalidad se viene realizando desde la óptica de su virtualidad como defensa frente a las opas hostiles –no en vano el debate de la proporcionalidad en Europa arranca en torno a la tentativa de dinamizar el mercado de control societario-. *Por lo que no debiera extrañar que se metan en el mismo saco los blindajes contractuales de la propiedad y las defensas anti-opa de los managers*⁴⁴. En esta línea, se suelen deslegitimar ambos con los argumentos comúnmente esgrimidos frente a las medidas defensivas, como el atrincheramiento del socio minoritario en el control –lo que ni siquiera se consideraría si

⁴³ Hay un dato muy revelador. No hay duda de que las reformas de gobierno corporativo en Europa han contribuido a mejorar significativamente la protección jurídica de los accionistas frente al *management*. Sin embargo, el nivel de protección de los accionistas minoritarios o externos frente a la expropiación de los socios de control permanece inalterado como establecen, LELE y SIEMS (2007, pp. 17-50).

⁴⁴ Tradicionalmente se han diferenciado las medidas anti-opa previas y posteriores al anuncio de opa. Esta distinción es interesante en la medida en que en los ordenamientos europeos, las primeras suelen servir para afianzar el control de los socios, mientras que las segundas son defensas típicas de los administradores. Pero no siempre es así, por eso medidas como la reestructuración de las acciones con distinto derecho de voto tienen mayor reproche en los entornos de capital disperso porque altera las bases de su gobierno corporativo: traspasa el poder del voto de los socios a los administradores, y los aísla del control de los socios y del mercado (véase SIMMONS [1987, pp. 112-117]). Claramente, esta objeción no es trasladable al caso de que quienes controlen sean los socios.

el socio interno fuera mayoritario-, o el argumento de posibilitar e incentivar el mercado del control societario –que tampoco convence, sobre todo porque en los entornos de alta concentración, que son justamente en los que estas fórmulas estatutarias tienen más predicamento, la incidencia del mercado de control es baja, pues la propiedad mayoritaria es el sistema de blindaje más eficaz⁴⁵. En el fondo lo que se pretendería desde estas posiciones es influir en la estructura de propiedad de las sociedades europeas en pro de una mayor dispersión.

Frente a este planteamiento, la tesis que se va a desarrollar en este apartado es otra, en concreto que *el mercado de control societario no es un mecanismo de gobierno eficaz para controlar las ineficiencias del control ejercido por uno o varios socios*. El legislador europeo ha sucumbido a la tentación de pretender mejorar el gobierno de las sociedades europeas y promover su reestructuración a través de intervenir la regulación de opas⁴⁶. En realidad, el problema no es tanto la estructura de propiedad en sí misma, sino los instrumentos con los que contamos para combatir sus ineficiencias –que son distintas en cada caso-. Y cabría recordar que las jurisdicciones de fuerte dispersión han desarrollado herramientas jurídicas –del derecho de sociedades- y de mercado distintas de las jurisdicciones de fuerte concentración. Sin embargo, el análisis convencional de la regla de la proporcionalidad nos plantea tener que elegir entre dos formas de control (imperfectas): propietarios atrincherados –este tipo de blindajes presentan la particularidad de que defienden la posición de control del *insider* reforzando sus derechos de propiedad-, o managers cuestionados –es verdad que están más expuestos a la opas, pero en cambio, no arriesgan su dinero en la sociedad-.

A mi juicio, el debate sobre la oportunidad de los blindajes del lado de la consolidación del control plantea tres cuestiones distintas. La primera apunta al corazón de la concentración de la propiedad y cuestiona los mecanismos –jurídicos o extrajurídicos- existentes para mitigar sus excesos, entre los cuales, lamentablemente, no se cuenta el mercado de control, pero sí otros hasta el momento poco indagados, como los deberes de lealtad de los socios de control. La segunda es que los blindajes son muy efectivos, no tanto frente al riesgo de opa, sino sobre todo, para evitar cualquier cambio de control no voluntario por debajo del umbral de opa. Finalmente, la tercera nos advierte que la imposición de la proporcionalidad y la prohibición de los blindajes no necesariamente facilitan los resultados que comúnmente se atribuyen al mercado de control –la dilución del capital y el juego del mercado-, sino que por el contrario, pudieran incluso promover una mayor concentración⁴⁷.

⁴⁵ Es oportuno recordar que el núcleo de la concentración de derechos de voto en las sociedades europeas no proviene de la desproporcionalidad, sino de la retención de bloques mayoritarios de control de acuerdo con la estructura de una acción-un voto. En estos casos de propiedad por encima del umbral de opa, el control no es contestable, ni siquiera con una estructura proporcional, como se ha puesto repetidas veces en evidencia, véase por todos, COATES IV (2004, pp. 677-709).

⁴⁶ Uno de los análisis más lúcidos se lo debemos a BERGLÖF y BURKART (2003, pp. 173 y ss.).

⁴⁷ La literatura económica sugiere que muchas empresas en algún momento se enfrentan al dilema de salir a bolsa a costa de enfrentarse al riesgo de perder el control, o conservar el control a costa de renunciar a sus proyectos empresariales (una revisión de la literatura a este respecto la ofrecen BURKART y LEE [2008, p. 31]). Pues bien, a

Una vez adelantada la conclusión, se ofrece a continuación un estudio pormenorizado del impacto de las medidas estatutarias anti-*opa* en nuestras sociedades.

3.1. Las bases del debate: el sustrato económico del mercado de control societario

El sistema de *opas* es una manera de realizar cambios en el control de las sociedades, pero no es la única, ni siquiera la más utilizada. Por eso, se trataría de saber si *las opas son o no mecanismos de cambios de control eficientes*, porque entonces tendríamos una base teórica -y empírica- para valorar si son o no deseables las *opas*, y por ende, los blindajes anti-*opa*. *La manera de hacerlo es sopesando el trade-off entre los beneficios que reportan las opas en contraposición a los costes que infligen*. Si el juicio fuera positivo, las medidas defensivas no estarían justificadas porque en media destruirían valor. Por el contrario, si el juicio fuera negativo, significaría que el premio alcanzado compensaría el coste del atrincheramiento de los administradores, y entonces las medidas anti-*opa* crearían valor social.

No existen muchas dudas sobre la aptitud de las *opas* como mecanismo de reducción de costes de agencia⁴⁸. La cuestión está en saber si se logra a un precio razonable, porque el propio sistema de *opas* genera a su vez otros costes. Pues bien, el precio que hay que pagar por la “supervisión” externa se puede desglosar en tres partidas: (i) *costes funcionales*, el propio mecanismo genera fallos sistémicos en determinados casos, como son el *free-riding problem*, común en los entornos de capital disperso, o su contrario, el *pressure to tender* de las *opas* coercitivas, típico de los entornos de capital concentrado; (ii) *costes de eficiencia*: hay transmisiones productivas y transmisiones improductivas en sí mismas consideradas porque su uso futuro reduce el valor de la empresa; (iii) *costes de incentivos*, si se somete a los managers a las leyes del mercado hemos de descontar que los mercados de valores no son perfectos poniendo precio -produciéndose errores de valoración-, ni tampoco pacientes -la visión cortoplacista o miope produce defectos de inversión-

falta de algún mecanismo que asegurara el poder de decisión a los *insiders* si la propiedad se abriera a nuevos inversores, es de prever que la resolución que se acabe imponiendo sea la de permanecer con una estructura de propiedad cerrada y concentrada. La ineficiencia del resultado es doble: de un lado se mide por los proyectos e inversiones que se dejan de realizar, y el coste social que comporta; del otro, la regla de la proporcionalidad se traduce en una barrera de entrada de las sociedades en los mercados de capital.

⁴⁸ Esta es la “*management entrenchment hypothesis*”, según la cual cuando los administradores están protegidos por medidas defensivas impiden cambios de control productivos, extraen mayores retribuciones, abusan de la liquidez y se reduce el valor de la sociedad (JARRELL y POULSEN [1987, pp. 127 y ss.], KARPOFF y MALATESTA [1989, pp. 291 y ss.] y BAGHAT y JEFFERIS [1991, pp. 193 y ss.]). En definitiva, aumentan los costes de agencia. Consistente con esta perspectiva es la oposición de los socios a través del voto, del mantenimiento de las medidas anti-*opa* de los estatutos, de dónde se infiere que son contrarias a los intereses de los socios, como establece BEBCHUK (2003, pp. 713 y ss.). Esta orientación ha sido defendida por parte de los juristas, abogando por la prohibición de estas medidas defensivas, tanto en USA como en Europa véase por todos EASTERBROOK y FISCHER (1981, pp. 1161 y ss.).

a. ¿Cuándo es operativo el mercado del control societario?

Antes de nada corresponde fijar nuestra atención en *la estructura de la propiedad de las sociedades*. Es importante subrayar que no es posible realizar un análisis adecuado sobre las opas y su regulación sin tomar en consideración la estructura de propiedad de las sociedades objetivo, porque *los efectos previstos de las reglas del derecho de opas dependen dramáticamente de la distribución de la propiedad entre los accionistas y de la ratio de beneficios privado*. El socio de control no va a entregar el control salvo que se le compense por la pérdida de beneficios privados. Este examen nos proporciona tres posibles escenarios⁴⁹.

(i) El primer escenario lo protagonizan sociedades de capital disperso, en cuyo caso el control está en manos de los administradores. En teoría es el escenario propicio para el desarrollo del mercado de control. Objetivamente las opas tienen ex ante una mayor influencia en la disciplina de los *insiders* cuando son management dado que su posición de control es delegada y contestable. Con todo, el monitoring externo o de mercado y el monitoring interno o jurídico son en cierta medida mecanismos sustitutivos de supervisión de los administradores, razón por la cual cada jurisdicción debe valorar cuál es la relación óptima entre ambos mecanismos.

(ii) El segundo escenario es aquél en el que los *insiders* de las sociedades en juego son socios mayoritarios, bien sea a través de una participación suficientemente amplia en la sociedad, o a través de la concertación del control por un bloque de accionistas, en cuyo caso el ejercicio del control y su transmisión está atado por pactos obligatorios⁵⁰. En este escenario no hay manera de adquirir el control de la sociedad a espaldas del socio de control, por lo que el sistema de ofertas públicas no es operativo. El mercado de control societario se sustituye por el mercado de los bloques de control: el control de la sociedad sólo se transmitirá con el consentimiento del socio de control, el *insider*⁵¹. Naturalmente, la disponibilidad para vender del socio de control es inversamente proporcional al tamaño de los beneficios privados que pueda extraer de la sociedad. El derecho de opas en este escenario no cumple su función primordial de reducir el oportunismo de los *insiders*, sino a lo sumo, una más modesta: bloquear las opas expropiatorias mediante el sistema de opas obligatorias.

(iii) El tercer escenario es aquél en el que el control está en manos de un socio minoritario. Este supuesto puede parecer similar al escenario del capital disperso, porque el control no está consolidado y es contestable, pero presenta la singularidad de que el *insider*, al ser un socio, no es

⁴⁹ En relación con la contestabilidad de las empresas españolas véase FERNÁNDEZ DE ARAOZ (2007, pp. 132 y ss.).

⁵⁰ LAEVEN y LEVINE (2008, pp. 579 y ss.), reportan que aunque las sociedades dominadas por un socio mayoritario son en torno al 50% (que se corresponde con un 46% de capitalización), hay un 34% de sociedades (correspondientes a un 18% de la capitalización del mercado), con bloques de control.

⁵¹ La existencia de un mercado privado de bloques de control muy activo al margen del mercado de valores y del sistema de opas está documentado en relación con las empresas europeas por KÖKE (2000, pp. 15-34) y WYMEERSCH (1998).

un mero agente, sino que comparte la doble condición de principal-agente. A primera vista puede parecer un caso asimilable al modelo del capital disperso, pero un análisis más detenido pone en evidencia que guarda más similitudes con el arquetipo de la estructura de propiedad concentrada. De hecho, la experiencia atestigua que estas formas de propiedad son comunes en las jurisdicciones de capital concentrado.

De la exposición anterior es oportuno para nuestro análisis extraer una conclusión firme sobre la radiografía del terreno de juego europeo: *la concentración de capital es una barrera estructural al funcionamiento del sistema de opas*⁵². Lo cual viene a corroborar algo que ya sabíamos y es que los mecanismos diseñados para relevar y sustituir a los *controllers* (los llamados *proxy fights*, o las opas) son muy útiles para disciplinar a los managers, pero sustancialmente ineficaces frente a los socios de control. En un mercado controlado mayoritariamente por socios internos la regulación de opas va a tener poco impacto en el gobierno corporativo de las sociedades –salvo en el pequeño porcentaje que son de capital disperso–⁵³. Las herramientas para hacer cumplir a los socios internos deberán ser necesariamente otras. Cuestión distinta es si el diseño de la regulación de opas puede incidir en el desarrollo futuro de los mercados de capital y, desde esta óptica, es indudable que una regulación de opas eficaz –que funcione al menos como amenaza creíble– da mayor confianza y puede favorecer la dispersión a través del impacto que tenga sobre el ánimo de los inversores la expectativa de ganancia a través de una oferta futura. Desde esta perspectiva, apostar por el mercado de control sería una garantía para la inversión futura⁵⁴.

b. Los “costes” de la regulación de las opas

La regulación de opas en cada jurisdicción se enfrenta a decisiones conflictivas y difíciles, que desvelan a su vez nuevos problemas de agencia, y ponen de manifiesto que los objetivos que se le encomiendan están sujetos a importantes constricciones⁵⁵.

1. El primer grupo de cuestiones tiene que ver con *el trade-off entre promover el dinamismo del mercado de control societario y proteger a los socios minoritarios*. Se incentiva la probabilidad de que se realicen ofertas si se asigna al oferente la mayor parte del beneficio de la operación, pero correlativamente la parte del excedente repartible entre los socios es menor, y en consecuencia,

⁵² Sobre la distribución del capital en Europa véase FACCIO y LANG (2002, pp. 365 y ss.).

⁵³ LAEVEN y LEVINE (2008, pp. 579 y ss.), determinan que existen sociedades de capital disperso en todos los países, aunque su proporción sea muy pequeña (menos del 5% en muchos casos).

⁵⁴ No obstante, la regulación que crea incertidumbre sobre los derechos de propiedad de los socios de control desincentiva que las sociedades salgan a cotizar en bolsa. Véase BERGLÖF y BURKART (2003, p. 178).

⁵⁵ Sin embargo, hay quien entiende que la regulación de opas no debería perseguir fines específicos, sino dejar a las empresas la decisión sobre el grado de control del mercado al que se quieren someter, como ENRIQUES (2009). Hay pocas dudas de que el mercado de control es un mecanismo costoso para realizar cambios de control, sólo se justifica si con ello se consigue disciplinar a los administradores. Si se arbitraran mecanismos alternativos y eficaces para reducir los costes de agencia, las opas podrían ser “neutrales”.

también los incentivos para aceptar la oferta. Según como esté articulado el control en cada estructura de propiedad, se originan problemas de incentivos y de coordinación inherentes al proceso de ofertas en cada caso.

En las sociedades de capital muy disperso se observa el llamado *free-riding problem*. En pocas palabras, los inversores individualmente considerados tienen incentivos a no vender confiando en que el resto lo haga, y así beneficiarse de las plusvalías derivadas de la transacción. El resultado es que se impedirían transacciones productivas, y a la postre, todos perderían⁵⁶.

En cambio, en los escenarios en los que hay mayor concentración, el riesgo es el contrario, las *ventas coactivas* por parte del *insider* para consolidar el control. Una opa es coercitiva cuando el oferente –normalmente el socio de control minoritario– se aprovecha de las dificultades de los accionistas para tomar una decisión racional respecto a vender o no vender para expropiarles: o venden a un precio bajo, o se quedan encerrados con el socio mayoritario y a su merced⁵⁷. En este contexto se suele argüir que las medidas defensivas estarían legitimadas para obligar al oferente a negociar un precio más alto. Es preciso advertir que este argumento tiene cabida teórica en un escenario en el que el mercado de control empieza a experimentar cierta actividad, pero pierde fuerza en la medida en que la competencia actual o potencial entre oferentes protege a los accionistas de una oferta inicial baja. Entonces, el sistema de opas competidoras consigue minimizar este problema y elevar el premio sustituyendo la negociación por la competencia⁵⁸. Con todo, dado que el *insider* no está en igualdad de condiciones con otros oferentes –dispone de información interna y tiene el control de la sociedad–, quizás debiera considerarse –como se ha

⁵⁶ El derecho de opas puede mitigar el problema del *free-riding*, a costa de reducir la protección de los minoritarios. En efecto, como se ha advertido, los objetivos de promocionar el mercado de control y de proteger a los minoritarios se contraponen entre sí. Una fuerte protección de los socios desincentiva a los oferentes porque sus ganancias quedan erosionadas a través del *free-riding*. Por eso la literatura económica ha buscado soluciones al *free-riding* mediante fórmulas que garanticen al oferente beneficios privados que no se compartan con el resto de los socios. GROSSMAN y HART (1980, pp. 42-64), proponían diluir los derechos de los socios minoritarios, y YARROW (1985, pp. 3-16), garantiza al adquirente un derecho de *squeeze-out* a los minoritarios.

⁵⁷ Sobre el fenómeno de opas coercitivas y consolidación del control, véase ALFARO (2008). La receta en estos casos pasa por reforzar la protección de los socios minoritarios. En el entorno europeo, se ha querido neutralizar estos riesgos con la combinación de dos normas: la primera impone al oferente la obligación de que la oferta sea total y extensible a todos los accionistas (la opa obligatoria), y la segunda impide al nuevo adquirente deshacerse de los accionistas que han permanecido en la sociedad, salvo cuando el control es prácticamente completo y abonando el precio justo (el *freeze-out*). Con todo, la presión para vender subsiste, aún en ofertas por el 100%. Véase BEBCHUK (1985, pp. 1716-1728; 1987, pp. 926-930).

⁵⁸ Véase GILSON (1981, pp. 819 y ss). Nótese que la elevación del precio de la acción tiene efectos contrapuestos, porque la perspectiva de que el precio se eleve (en ocasiones en exceso por efecto de la subasta) conduce a que se retraigan ofertas, con lo que el mercado de control se encoje, SÁEZ LACAVE (2003, pp. 7-47). Los datos empíricos avalan este planteamiento: en media, las sociedades-objetivo extraen cerca del 100% del excedente producido por la transacción. Lo más sustancial de estos estudios es que cubren períodos de tiempo en los que las medidas defensivas eran débiles. Véanse JENSEN y RUBACK (1983, pp. 5-50); JARRELL, BRICKLEY y NETTER (1988, pp. 49 y ss.) y, BHAGATT, SCHLEIFER, y VISHNY (1990, pp. 1-84).

sugerido- sacar este supuesto de la regulación específica de opas, y tratarlo como lo que en esencia es, una operación vinculada del socio de control⁵⁹.

2. El segundo grupo de cuestiones tiene que ver con *el trade-off entre favorecer las transmisiones productivas -o que crean valor- y bloquear las transmisiones improductivas -o que destruyen valor-*. El problema es que no hay una regla con un diseño óptimo. La decisión de política legislativa consiste en elegir entre una regla que promueva las transacciones productivas, aún a riesgo de no filtrar en su totalidad las transacciones improductivas -la llamada *market rule*, que permite al oferente adquirir el control sin que los minoritarios participen en la transacción-, o la contraria, una regla que vete eficazmente las transacciones improductivas, al coste de penalizar consigo algunas transmisiones productivas -la llamada *equal opportunity rule*, que obliga al adquirente del control a extender su oferta al 100% del capital⁶⁰. La decisión se basa en un análisis coste-beneficio muy determinado por la estructura de propiedad de las sociedades y de la ratio de beneficios privados. En abstracto, si la mayoría de las sociedades tienen un capital muy disperso, entonces la prioridad del ordenamiento debería ser la reducción de los conflictos de agencia reforzando el dinamismo del mercado de control societario, con lo que la *market rule* se vislumbra como la opción más acertada⁶¹. De hecho, *la regla de la opa obligatoria no tiene impacto en las sociedades con esta estructura del capital*. Si, por el contrario, la propiedad es concertada y la tasa de beneficios privadas es alta, el riesgo que hay que combatir son las transacciones expropiatorias propias de los socios mayoritarios. Esta es una de las razones que se alegan para explicar por qué se ha adoptado en los países europeos una regla de opa obligatoria, a pesar de que pueda verse como una forma de blindaje institucional, puesto que su alto coste reduce la frecuencia de las ofertas -se pierden oportunidades de adquisiciones productivas-, y constriñe el mercado del control societario -con el subsiguiente incremento de los costes de agencia⁶². No obstante, es necesario advertir que con frecuencia se confían a la opa obligatoria más expectativas de las que puede cumplir: se dice que protege a los socios minoritarios porque reparte la prima de control -que es un indicador de los beneficios privados- entre todos los socios. Pero eso no debe llevarnos al error de concebirlo como un instrumento que sirva para reducir la tasa de beneficios privados⁶³. Tampoco es cierto que la regla produzca mayor dispersión de la propiedad: en un mercado con fuerte dispersión podría bloquear transmisiones a favor de un socio mayoritario,

⁵⁹ Véanse ENRIQUES (2009) y ALFARO (2008, p. 3).

⁶⁰ BEBCHUK (1994, pp. 957 y ss.).

⁶¹ Los estudios empíricos indican que aunque los socios minoritarios salen perjudicados de algunas transacciones, en media sube el valor de la acción después de las adquisiciones, lo que sugiere que las transacciones son en su mayoría productivas (HOLDERNESS [2003, pp. 51-64]).

⁶² Esta es una de las críticas más frecuentes a la opa obligatoria. Véase ENRIQUES (2004, pp. 440 y ss., pp. 448 y ss.).

⁶³ BURKART y PANUNZI (2004, pp. 761-762). No hay razón para pensar que los adquirentes van a extraer, en media, mayores beneficios privados que los anteriores controladores.

pero en un mercado de fuerte concentración la incidencia de la opa obligatoria en la estructura de capital es favorable al statu quo⁶⁴.

3. *El tercer grupo de distorsiones plantea un trade-off entre la disciplina de los administradores y el esquema de los incentivos a la inversión.* El objetivo final del sistema de opas es mejorar la productividad de las sociedades, y lo hace a través de un sistema de vigilancia y de sanción que contribuye a reducir los conflictos de agencia. Lo que sucede es que en ocasiones genera incentivos perversos al condicionar las decisiones de inversión de los administradores: es lo que se viene en llamar la hipótesis de la miopía⁶⁵. Desde esta óptica, una opa hostil puede ser perjudicial para los accionistas de empresas con proyectos a largo plazo porque el precio ofrecido sea inferior al valor esperado de las acciones⁶⁶. La idea que subyace es que si el control del cumplimiento de los administradores lo hace el mercado, los managers van a estar más pendientes de la cotización y de los resultados a corto plazo, que en promover proyectos rentables a largo plazo, difíciles de valorar por el mercado cuando hay asimetrías de información.

En esta línea se suele alegar que las medidas anti-opa pueden ser productivas porque (i) la estabilidad del management favorece una gestión eficiente respecto de los proyectos de inversión en industrias que tienen períodos de realización largos; (ii) promueve las inversiones de los gestores e *insiders* en información y capital humano específico a la empresa, que en muchos casos pueden ser decisivas para su supervivencia; (iii) el ahorro de medidas de señalamiento podría ser muy costosas en escenarios con mucho ruido⁶⁷. Por eso no es de extrañar que, normalmente, las empresas con fuertes inversiones específicas y largos períodos de realización prefieran una estructura de propiedad concentrada, más inmune al mercado de control societario.

c. Conclusión

La exposición anterior pone de manifiesto que pueden existir situaciones en las que las opas hostiles sean perjudiciales para los accionistas. Es verdad que en el entorno europeo la conjunción de la opa obligatoria con la regla de las opas competidoras eleva sustancialmente el coste de la operación y, por consiguiente, reduce de forma drástica la frecuencia de las opas –tanto beneficiosas como perjudiciales– para los accionistas. Aún y todo, *parece razonable pensar que los accionistas deben poder decidir sobre la confianza que les suscita sus administradores, que es lo que se decide cuando votan si desean que la sociedad en la que participan se defienda o no frente a ofertas no concertadas por los administradores*⁶⁸. Por eso la tercera pieza en este puzzle es la regla de la

⁶⁴ VENTORUZZO (2008, pp. 139 y ss.). Sin embargo, este tipo de argumentos siguen vigentes en la doctrina jurídica convencional. Véase GEENS y CLOTTENS (2010, pp. 146 y ss.).

⁶⁵ STEIN (1988, pp. 61-80).

⁶⁶ SCHLEIFER y VISHNY (1990, pp. 148-153).

⁶⁷ ALFARO (2008, p. 4).

⁶⁸ Un planteamiento similar sostiene ALFARO (2008) aunque aplicado a los blindajes estatutarios.

pasividad. Se trata de lo siguiente: para evitar el fuerte conflicto de agencia al que están sometidos los administradores de la sociedad objetivo, *la regla intuitiva es la de prohibir a los administradores que activen medidas defensivas que puedan hacer fracasar una opa hostil, salvo que los accionistas les habiliten para ello –lo que se debe entender como un voto de confianza hacia su gestión*⁶⁹. Ésta ha sido tradicionalmente la regla europea, lo cual es perfectamente consistente con la regla de la opa obligatoria: no puede existir una sin la otra, sobre todo en un entorno en el que el control es muy valioso, y hay una alta resistencia para que actúen las leyes del mercado⁷⁰.

Lo que sucede es que este planteamiento –que es el que sostiene la regulación europea del derecho de opas- se desajusta cuando los *controllers* son socios. *La clave es que el derecho de opas está pensado para disciplinar y reemplazar controllers que son administradores, no socios de control –de ahí que deba analizarse por separado la funcionalidad, significado y el procedimiento de inclusión de los blindajes en uno y otro caso-*.

La premisa de la que parte el razonamiento nos dice que los beneficios disciplinantes de las opas pierden fuerza frente al socio de control, por dos razones: por un lado, no puede ser separado o excluido de la sociedad, pero aunque así fuera, la amenaza de una opa no incentivaría al socio de control a maximizar el valor de la acción a costa de atemperar la extracción de beneficios privados⁷¹. Esto se entiende mejor si nos apercibimos que el mercado de control sirve para corregir las ineficiencias típicas de los administradores –ineficiencias de carácter productivo-, pero en cambio, es inútil para enderezar al socio de control desleal –ineficiencias más bien de carácter distributivo-. Y justamente aquí radica la diferencia entre el control ineficiente de los administradores o de los socios de control: las conductas desleales son de distinta naturaleza, el punto débil de los administradores es el “escaqueo”, o las inversiones improductivas o subóptimas, mientras que hay menos riesgo de que el socio de control sea improductivo –para ello se juega su dinero-, pero sí muy alto de que sea un expropiador de las inversiones de los socios externos. El mercado de control es un mercado especializado que puede identificar el primer tipo de ineficiencias –desvalor por mala gestión-, pero no el segundo. Por eso, en un mercado de fuerte concentración, las opas no reducen los costes de gobierno propios o específicos de estas sociedades, que enfrentan a los socios minoritarios con los socios de control –y cuya minoración compete a otros instrumentos

⁶⁹ La regla de la pasividad ya existía en la mayoría de las jurisdicciones europeas, pero se ha visto devaluada tras la directiva, debido al complicado sistema de opcionalidad y excepciones. Un buen análisis sobre su funcionamiento en los distintos estados de la Unión: véanse DAVIES, SCHUSTER y VAN DER WALLE DE GHELCKE (2010).

⁷⁰ ENRIQUES (2004, pp. 454-455). Desde esta perspectiva es muy criticable el derecho alemán, que contempla un doble blindaje de los *insiders*, el régimen de opa obligatoria, y las medidas defensivas de los administradores (§ 33.1 WpÜG). Es una manera de cortocircuitar el mercado de control societario, a favor de sus *insiders*. Sobre las diferencias de régimen de Europa y Estados Unidos, se ha escrito mucho, véase. GÓMEZ POMAR y SÁEZ LACAVE (2007, pp. 131-171).

⁷¹ Winter report on takeover Bids, núm. 3.

bien distintos, fundamentalmente de carácter legal-. De hecho, la regulación de opas puede incluso agravar tales costes, porque el *insider*, al controlar la junta de socios, puede armar la sociedad y a los administradores para defenderse de un oferente que no le convenga –aunque sí a los socios externos o minoritarios-.

La conclusión de lo antes expuesto no se deja esperar: debemos contemplar el problema de los blindajes de los socios de control desde una nueva óptica al margen del derecho de opas. Hemos visto que el sistema de opas no es operativo en sustancia frente a los socios de control. En efecto, en el contexto europeo no sirve ni para optimizar ex ante el gobierno de las sociedades dominadas por un socio de control, ni para proteger ex post a los socios externos o minoritarios de dichas sociedades: los auténticos beneficiados por este sistema son los *insiders*, que tienen todo a su favor para deshacerse de oferentes molestos⁷². El análisis de los blindajes debe resituarse: lo que compete preguntarse es sobre la eficiencia y el gobierno del control en manos de los socios, que es para lo que sirven los blindajes. No es una cuestión relativa al funcionamiento del derecho del mercado de valores, sino que se adentra en el corazón del derecho de sociedades.

3.2. ¿Es eficiente consolidar el control del socio mediante blindajes?

Lo primero que hay que señalar es que los blindajes buscan blindar a los socios internos frente a la entrada en la sociedad de un socio mayoritario, aún cuando el cambio no implique una opa. En rigor, no están pensados para proteger a los minoritarios frente a la entrada de expropiadores –que potencialmente podría ser cualquier socio de control-, sino para consolidar en el control al *insider* –que a su vez es otro socio de control-. En consecuencia, la cuestión de la –eficiencia- de los blindajes de los socios de control excede el marco de las opas: no se trata de la eficiencia de los cambios de control, sino más bien, de la eficiencia del *insider* en la estructura de la propiedad concentrada⁷³.

⁷² VENTORUZZO (2008, pp. 139-141).

⁷³ Cuestión distinta es el impacto que estos arreglos puedan tener en el resultado de una opa, y su juicio de eficiencia. Las implicaciones del sistema de voto en las disputas por el control societario han sido objeto de amplio estudio por los economistas. A pesar de que los análisis realizados difieren en su configuración, la conclusión general es que la distribución de derechos de voto afecta al valor de la empresa y que bajo determinadas condiciones teóricas –que difícilmente se observan en la realidad- la regla de una acción-un voto es Pareto superior. Los estudios que ponen las bases de esta cuestión son GROSSMAN y HART (1988, pp. 175-202) y HARRIS y RAVIV (1988, pp. 203-235). Los primeros argumentan que la regla de la proporcionalidad es más eficiente –maximiza el valor de la sociedad- que la regla de la des-proporcionalidad, porque ésta última permitiría que el control se transfiriera a un expropiador. Pero para ello, su análisis establece unos supuestos no muy plausibles, como que el controlador de la sociedad no extraiga beneficios privados o que sólo hay un oferente en la lucha por el control, o, en fin, que los socios compartan las mismas preferencias. Por su parte, el segundo modelo presenta un *trade-off* entre el óptimo social –la maximización de los beneficios públicos y privados- y el óptimo económico, y concluyen que sólo la regla de la proporcionalidad promueve la victoria del mejor equipo gestor. El problema es que en la medida en que la magnitud de la ineficiencia viene determinada por la magnitud de los beneficios privados, el modelo se basa en un supuesto que debería ser revisado. Por su parte, BUKART y LEE (2008, pp. 1-49) distinguen el impacto en las sociedades según su estructura de propiedad, y la estructura del mercado de control

De hecho, el análisis convencional llega, por otros derroteros, a la misma conclusión. En efecto, el punto de partida del discurso consiste en proclamar que los blindajes de la propiedad son medidas anti-opa y, como tales, deben ser combatidas con el objeto de promover la eficiencia del mercado de control. El objetivo final de las medidas de neutralización sería más ambicioso: buscaría dar la vuelta al mapa de la concentración en Europa⁷⁴. Desde esta óptica, el legislador europeo se marca el objetivo de solucionar los problemas de las sociedades concentradas influyendo sobre la estructura de propiedad de las sociedades europeas.

Con todo, las diferencias entre ambas orientaciones son de calado. La doctrina convencional, en vez de atajar las ineficiencias específicas de la estructura de propiedad concentrada, se suma a la defensa de los mecanismos de gobierno –jurídicos y de mercado- de las sociedades de propiedad dispersa⁷⁵. Lo que se adivina detrás es una declaración de guerra a las posiciones minoritarias de control por parte de los socios mayoritarios, que no quieren que el foco de atención se dirija sobre los desajustes de las sociedades que ellos controlan. El mensaje se podría expresar de la siguiente manera: quien quiera que se le trate como si fuera un socio mayoritario, que lo sea.

Frente a esta posición, la postura que se defiende en estas páginas es otra. A mi juicio, la discusión no debería centrarse en torno a la oportunidad genérica de prohibir o no los blindajes. Esa es una manera de desenfocar los problemas de fondo. La cuestión sería más bien analizar cuándo los blindajes son potencialmente productivos y cuando son potencialmente expropiatorios –no tanto en relación con el hipotético entrante, sino sobre todo en relación con el *insider*, que es quien queda blindado-. El objetivo sería entonces diseñar los mecanismos jurídicos aptos para potenciar los primeros y obstaculizar los segundos.

3.3. La doctrina anti-blindajes de los socios a examen

La normativa anti-blindajes se justifica porque –se dice- facilitan la actuación del mercado en los cambios de control. Hemos visto que la actuación del mercado no sirve de manera eficaz para disciplinar a los socios de control. A continuación vamos a comprobar que tampoco sirven para alcanzar los otros fines que se le atribuyen: proteger a los socios minoritarios y activar el mercado de valores.

La normativa anti-blindajes comprende dos tipos de actuaciones: la *break-through rule* o las medidas de neutralización⁷⁶ y las reglas societarias que prohíben la derogación del principio una

–por ejemplo, que típicamente haya un solo oferente o haya competencia-, para concluir que no hay una regla idónea para todas las situaciones, razón por la cual la regulación puede traer más perjuicio que beneficio.

⁷⁴ HIRTE (2005, p. 10).

⁷⁵ Véase por todos, GEENS y CLOTTENS (2010, pp. 167 y ss.).

⁷⁶ La *break-through rule* ha recibido muchas críticas. El resultado es indeseable porque pone en cuestión el régimen de los derechos de propiedad pactado en las sociedades. Las soluciones ex post con frecuencia incrementan los

acción-un voto⁷⁷. Pues bien, la racionalidad de esta estrategia se apoya sobre bases poco convincentes, como trataré de señalar a continuación.

(i) La primera premisa de este planteamiento es que la regla de la proporcionalidad es beneficiosa porque corrige el riesgo de que se utilicen los derechos de control –que son los derechos de voto– para extraer beneficios privados. La idea es la siguiente: como la extracción de beneficios privados a costa de los socios externos es inversamente proporcional a la participación del socio interno en la propiedad, lo que se hace es obligar a los socios a hacer una inversión mayoritaria para obtener el control.

Pues bien, respecto a la primera proposición, no hay duda que la proporcionalidad reduce, en efecto, la tasa –global– de extracción de beneficios privados. Pero la objeción que suscita reside en que la reducción no proviene del aumento de la eficacia de la regulación anti-expropiación –es decir, que se haya dificultado la mecánica extractiva de los *controllers*–, sino simplemente del descenso del número de socios externos. En consecuencia, *si se obstaculizan las posiciones de control minoritario es de suponer que la tasa de concentración de la propiedad se eleve*⁷⁸. Los datos empíricos avalan esta tendencia en Europa. La reflexión que provoca este resultado es que se orienta en la dirección contraria de la pretendida, si tenemos presente que uno de los objetivos de la supresión de las medidas anti-opa es, justamente, dinamizar y dar robustez a los mercados de capitales, y esto sólo se consigue procurando una mayor dilución de la propiedad.

Por su parte, la segunda proposición del argumento parece sugerir que el control con una cuota de participación inferior del 25% es naturalmente ineficiente –pues maximiza los beneficios privados a costa del beneficio común–, mientras que con una cuota superior al 25% es naturalmente eficiente –pues se maximiza el interés común a costa del interés privado–, lo cual no se corresponde con la realidad⁷⁹. *Ni todos los socios de control mayoritarios son maximizadores del*

costes ex ante. La consecuencia no se deja esperar: se reducen los incentivos de los socios minoritarios de control de participar de manera activa en el gobierno de la sociedad. La compensación –necesaria– encarece además la operación para el adquirente. De hecho, es una regla que ha tenido poco éxito: la mayoría de los estados no la han adoptado, ni tampoco lo han hecho las empresas.

⁷⁷ Esta es la filosofía que preconiza el *Report of the high-level group of company law experts on issues related to takeover bids*, del 10.1.2002, pp. 21-35. En su análisis, parten del presupuesto arbitrario de que la proporcionalidad es un principio fundamental del derecho de sociedades, y de ahí sacan conclusiones de política legislativa, véase MÜLBERT (2004, pp. 711 y ss.). Nótese que en los países que han adoptado esta política regulatoria, como Italia o Alemania, las posiciones de control se conforman a través de otros mecanismos, por los que, en el fondo, la renuncia a las medidas estatutarias anti-opa no es muy costosa. En cambio, la reacción contraria se observa en aquellos países en los que las acciones de voto doble o plural están bien instaladas en la fisonomía de sus sociedades –Francia, los países escandinavos, Holanda.

⁷⁸ Esta conclusión resulta evidente, y por eso, es lugar común de la crítica, BUKART y Lee (2008, p. 4), así como COATES (2004, pp. 683-684).

⁷⁹ MORCK, SCHLEIFER y VISHNY (1988, pp. 293 y ss.), establecen que hasta el 5% y a partir del 59% hay fuerte link entre propiedad y valor de la sociedad, pero no así en el bloque intermedio.

valor de la sociedad, ni todos los socios minoritarios son expropiadores. No hay duda de que esta regulación contribuiría a santificar aún más la gestión de los socios mayoritarios –por igual la de los productivos y la de los expropiadores– simplemente porque son mayoritarios. En cambio, no es cierto que se vaya a castigar con firmeza a los socios minoritarios de control: lo hará con los productivos, pero no así con los improductivos. Basta analizar el funcionamiento de la *break-through rule* para comprobarlo. Como es sabido, es una regla pensada para desarmar las defensas estatutarias de la sociedad, permitiendo al oferente hacerse con el control de la sociedad sin negociar con el socio interno. La idea que subyace a esta intromisión se basa en un juicio de eficiencia: las transacciones productivas no se realizan de manera natural cuando el socio interno es un expropiador –y se presupone que los socios minoritarios de control lo son–. Esto es correcto, de hecho, si no existiera restricción de los recursos, la regla garantizaría una asignación eficiente del control social. Lo que sucede es que es plausible asumir que los socios minoritarios de control están sometidos a restricciones financieras, por lo que no pueden competir con el oferente si quieren retener el control. Y en estas circunstancias la regla ya no garantiza la eficiencia de la transacción, castigando a los socios minoritarios de control productivos. Es cierto que lo mismo sucede con los socios internos expropiadores. Pero mientras el derecho de sociedades no sancione con firmeza la extracción de beneficios privados, *lo que cabe esperar es que las posiciones de control minoritario expropiatorias no se eliminen, sino que se reconduzcan hacia fórmulas menos transparentes y más difíciles de atajar a través de regulación, como es el caso de las pirámides*⁸⁰.

(ii) La segunda premisa de esta orientación sostiene que el desarrollo de los mercados de capitales no es posible sin la instauración del principio de una acción-un voto⁸¹. Sin embargo, *hay buenas razones para pensar que las posiciones de control minoritario podrían resultar beneficiosas para facilitar una mayor dilución de la propiedad en los entornos de alta concentración del capital.* En efecto, una alternativa sensata para aumentar el número de sociedades que cotizan en bolsa en el entorno europeo es hacer más atractivo para los *insiders* la entrada de inversores en el capital, permitiéndoles conservar el control⁸². El propósito sería atraer hacia los mercados a las empresas que precisarían de financiación para seguir creciendo con el fin de evitar el riesgo de infra-inversión⁸³. Desde esta óptica, las reglas prohibitivas limitan o encarecen la financiación, o

⁸⁰ BEBCHUK y HART (2002). Esta observación es ampliamente compartida por BERGLÖF y BURKART (2003, p. 202); COATES (2004, pp. 683-684 y ss.) y FERRARINI (2001).

⁸¹ Esta es la tesis del Report of the high-level group of company law experts on issues related to takeover bids, de 10.1.2002. También ha cundido entre parte de los juristas europeos, véase GEENS y CLOTTENS (2010, pp. 159 y ss.).

⁸² De hecho, hay razones para creer que los beneficios privados de los *insiders* de estas sociedades son mayores que los de sus potenciales adquirentes: este es claramente el caso de los fundadores y de las sociedades familiares. EHRHARDT y NOVAK (2001). Hay beneficios, como los reputacionales o los muy específicos, que son difíciles de transmitir.

⁸³ El teorema de MODIGLIANI y MILLER (1958, pp. 261 y ss.) establece que es irrelevante que las empresas se financien a través de deuda o de capital. Pero estudios posteriores han puesto en evidencia las limitaciones del teorema, puesto que el comportamiento de los socios de control típicamente prefieren la financiación externa a base de deuda que la interna a través de la entrada de nuevos accionistas, MYERS (1984, pp. 581 y ss.).

propician estructuras de propiedad más opacas al escrutinio de los socios externos, como las pirámides o las participaciones recíprocas. En definitiva, reducen el bienestar social.

Podemos concluir que esta política no puede cumplir lo que promete. Por un lado, la estricta aplicación de la regla de la proporcionalidad es poco eficaz para reprimir la tasa de beneficios privados (tal objetivo se lograría reforzando el sistema de protección de los socios externos: más transparencia y un mayor *enforcement* de los deberes de lealtad de los socios de control). Por otro lado, el desarrollo del mercado de capitales en un entorno muy concentrado requiere de mecanismos que protejan la entrada de nuevos jugadores.

4. *¿Cuál debería ser la estrategia normativa?*

De la exposición hasta el momento podemos extraer la conclusión de que el análisis jurídico de las medidas de blindaje que afectan al voto supera los estrechos márgenes de las opas hostiles en los que habitualmente se ven confinados. El enclave natural de la materia es otro: nos enfrenta con la cuestión de la eficiencia del control por parte de los socios y, en particular, al caso del control minoritario. En este sentido, la decisión social relativa a la introducción de mecanismos que disocien los derechos de voto y de cash-flow puede perseguir fines productivos, pero también fines expropiatorios. La función productiva más importante es la de posibilitar salidas a bolsa, pero también la de procurar un control estable y comprometido requiriendo una menor inversión. La contrapartida es la extracción de beneficios privados del control, que puede resultar muy cuantiosa porque se realiza de manera inadvertida y sistemática a lo largo de periodos dilatados de tiempo (nótese que la expropiación tiene efectos perjudiciales de carácter distributivo o ex post entre las partes, pero también de carácter productivo o ex ante en el bienestar social, pues conduce a niveles ineficientes de inversión y a colocar el capital en dónde no es más productivo).

El derecho cuenta básicamente con dos estrategias para reducir los efectos perversos de esta situación. La primera es actuar sobre la estructura de propiedad de la sociedad: se trataría de dismantelar las estructuras de propiedad que amparan al socio minoritario de control. Esta es la estrategia que persiguen las tesis que hemos llamado prohibitivas, y que se han analizado en el apartado anterior. La segunda alternativa consistiría en introducir los mecanismos oportunos para proteger a los socios externos a través del derecho de sociedades⁸⁴. Esta alternativa sustentaría la idea de que la consolidación del control de los accionistas internos a través de mecanismos de blindaje estatuario es apta para optimizar la estructura de propiedad de

⁸⁴ Los datos acreditan que hay notables diferencias en el tamaño de los beneficios privados entre empresas de distinto países, lo cual conduce a pensar que el derecho de sociedades es un factor determinante para la contención de esta tasa, DYCK y ZINGALES (2004, pp. 537 y ss.). Es cierto que no es el único: existen mecanismos extralegales poderosos, como la reputación o los lazos familiares o sociales, que hacen que en determinados contextos la ruptura de la proporcionalidad no perjudique a los socios externos (BEBCHUK *et al.* [2000, pp. 452-453]).

determinadas empresas. La reestructuración del poder de decisión de la sociedad puede ser productiva, por lo que hay que pensar que las empresas elegirán la estructura de gobierno que mejor se adapte a sus intereses, es decir, aquella combinación que optimice la suma de costes y beneficios. Desde esta óptica se reclamaría un régimen de libertad contractual para configurar la estructura de gobierno de la sociedad, pero sujeto a ciertas garantías. Sin duda, una condición necesaria es la transparencia, que las estructuras de propiedad y de gobierno de las sociedades se hagan públicas⁸⁵. Pero un régimen de transparencia por sí sólo no es suficiente para detener los abusos y las tropelías de los socios internos. Es preciso instaurar dos tipos de políticas complementarias.

De un lado, (i) el derecho de sociedades debe garantizar las condiciones procedimentales para que las decisiones de separación de los derechos de voto y de *cash flow* se adopten en interés de todos los socios (en particular, de los socios externos). Lo cual no significa que el ordenamiento no pueda tratar de manera diferenciada a los mecanismos disociativos entre sí, pues no todos son equiparables: hay algunos potencialmente más dañinos y oscuros que otros, por lo que el derecho debería reaccionar duramente contra los más perjudiciales, llegando incluso a prohibirlos. De otro lado, (ii) la libertad para estructurar la propiedad y el gobierno de las empresas sólo es óptimo si el ordenamiento penaliza severamente las motivaciones expropiatorias que se esconden detrás de estas operaciones. Esto se conseguiría reforzando el sistema de protección de los socios externos o minoritarios: el propósito es vigilar y responsabilizar con mayor firmeza al socio de control de lo que vienen practicando los derechos societarios vigentes en Europa. Como se podrá comprobar, *si bien es cierto que el socio minoritario de control es potencialmente de mayor riesgo que el socio mayoritario, es más fácil desarticular los riesgos que entraña a través de mecanismos jurídicos. Lo que nos devuelve el problema a su núcleo, el socio de control mayoritario.*

¿Qué estrategia es más deseable y eficiente? La elección entre uno u otro sistema dependerá de un análisis coste-beneficio. Por un lado, la reforma del derecho de sociedades y la puesta en marcha de un sistema efectivo de *enforcement* son medidas costosas. Por otro lado, habría que evaluar los costes sociales anudados a las estructuras de control minoritario. De lo que se trata es de comparar en cada jurisdicción los costes relevantes de la primera alternativa, con los beneficios que reportaría la eliminación del socio minoritario de control. En este sentido, es probable que en entornos con un sistema jurídico débil o poco desarrollado, la estrategia más eficaz sea la de actuar directamente sobre la estructura de propiedad de las empresas y vetar las fórmulas de organización potencialmente expropiatorias. En cambio, en países con un sistema jurídico más perfilado y más eficaz en estas materias, la solución más razonable sería la de fortalecer el sistema jurídico de protección de los socios externos.

4.1. El papel del derecho: la definición inicial de la estructura de propiedad y su reconstrucción

Es preciso señalar que las cláusulas de blindaje se fundan en una transacción elemental que consiste en que los socios externos otorguen su confianza a los socios internos en el control de la

⁸⁵ FERRARINI (2006).

sociedad. En efecto, se trata de *un pacto entre el accionista minoritario interno y los accionistas externos cuyo propósito sería concentrar y consolidar los derechos de control en aquellos accionistas que valoren más el control*. Lo que se pretende es posibilitar que un socio con una fuerte inversión en la sociedad, aunque no sea mayoritaria, se comprometa firmemente con la empresa y se involucre en su gestión de manera estable. A cambio, los socios externos, que son los principales beneficiarios de la creación de valor, le confían los derechos de control de forma privativa, es decir, le dan estatutariamente estatus de socio mayoritario, aislándolo del riesgo de una opa hostil.

Pues bien, se pueden distinguir dos tipos de operaciones esencialmente distintas, y que debieran diferenciarse también en su tratamiento normativo. Por un lado, la estrategia de conservar el control por parte del socio mayoritario que necesita salir a bolsa para financiarse, en cuyo caso, la transacción se realiza entre socios actuales y socios futuros. Por otro lado, la estrategia de consolidar y blindar el poder de decisión del socio minoritario de control, en cuyo caso, el acuerdo transaccional se entabla entre socios internos y socios externos actuales. La diferencia sustancial reside en que en el segundo caso la transacción es sospechosa a los ojos del derecho porque se entabla un claro conflicto de intereses. El reto del derecho a la hora de regular estas operaciones es que se faciliten las operaciones productivas y se obstaculicen las improductivas.

1. La primera de las operaciones mencionadas no es difícil de entender. Parece obvio que el dueño inicial tiene el poder de definir la estructura de propiedad de su propia empresa. Esta situación es análoga a la que se plantea cuando el dueño toma la decisión de blindarse para salir a bolsa⁸⁶. En este caso, el dueño se enfrenta al dilema de que el crecimiento de la empresa se produzca a costa de sacrificar el control, dado que la inversión necesaria es demasiado pesada para que recaiga sobre sus hombros. Lo cual conduce con frecuencia a renunciar a los planes de expansión con el fin de conservar el control, lo que a la postre, se traduce en coste social. Una solución a este conflicto sería buscar la manera de compatibilizar la entrada de nuevos inversores con la retención de los derechos de control⁸⁷. Las salidas de empresas a bolsa con blindajes garantizan esta ecuación, porque los dueños de la empresa se atreven a pedir financiación en el mercado, avalados por su buena gestión en el pasado, pero con la condición de conservar el control de la sociedad. El papel del derecho consistiría primordialmente en garantizar la transparencia: se trata de obligar a las sociedades a suministrar al mercado toda la información relevante para que la operación se someta al escrutinio de los mercados, y se ponga precio a las cláusulas estatutarias de las sociedades que salen a bolsa, protegiendo así a los inversores⁸⁸. El

⁸⁶ Sobre la oportunidad de estas operaciones, sigue siendo un trabajo de referencia el de GILSON (1987, pp. 807 y ss.).

⁸⁷ Sobre esta cuestión hay mucha literatura, sobre todo económica. Entre nosotros, ALFARO (2008, p. 7).

⁸⁸ G. FERRARINI (2006). Lo que está claro es que se paga con descuento SMART y ZUTTER (2003, pp. 85 y ss.). Con todo, está abierto cierto debate sobre el papel del derecho. Hay algunos que sostienen que son buenos los blindajes si el mercado así lo entiende (véase, por todos, KAHAN y ROCK, [2003, p. 473]). Otros estudios tratan de analizar la evidencia, que es mezclada (DAINES y KLAUSNER, [2003, pp. 83 y ss.]). Por último, están quienes consideran que la elección es imperfecta, y que el Derecho debería intervenir restringiendo la entrada de los blindajes más perjudiciales, o admitiéndolos, pero por tiempo determinado, BEBCHUK (2003, pp. 713 y ss.).

juicio que hay detrás es que si el inversor considera que consolidar el poder de decisión en manos de los socios de control aporta valor a la sociedad, pagará por ello. Por otro lado, en los entornos de alta concentración como el europeo, esta operación presenta un valor añadido, porque la consolidación contractual del control puede contribuir a que se dinamicen los mercados de capitales, favoreciéndose que un mayor número de sociedades opten por cotizar en bolsa. Adicionalmente, las empresas europeas dejarían de utilizar sistemas de blindaje alternativos, como las pirámides, que parecen más ineficientes por generar costes de agencia entre socios de control y socios externos.

La otra operación a la que se hacía alusión posibilitaría que la sociedad pudiera reestructurar los derechos de voto en el seno de la sociedad si los socios así lo consintieran. Es fácil entrever que estas operaciones, y su opuesta, la reunificación, miden la talla del sistema jurídico, al igual que en cualquier otra transacción que entrañe un conflicto de intereses. El conflicto es similar al que se origina en otras transacciones vinculadas del socio de control. En efecto, el riesgo que presentan estas transacciones frente a la anterior –la salida a bolsa- es que en este caso no se someten al juicio del mercado, por lo que aumentan los riesgos de que la operación vulnere el interés de los socios externos –en cuyo caso la operación sería contraria al interés social-. Por ello recae sobre el ordenamiento la tarea de arbitrar los mecanismos jurídicos precisos para salvaguardar que la decisión de los socios –externos- sea voluntaria y libre. Y ya adelanto que la legitimidad del acuerdo no se puede fundar –como ha sido la norma en los derechos de sociedades europeos- en un acuerdo de junta, en el que también participa el socio de control: el blindaje no resguarda a la sociedad, sino al controlador.

Adicionalmente, al tratarse de fórmulas basadas en la confianza de los socios externos, se deben articular en buena lógica como mecanismos de control estables, pero sujetos a reconsideración en función de sus resultados. Desde esa óptica es fácil prever que se retirará la confianza a los *insiders* –y se procederá a la reunificación- si los resultados empresariales han sido negativos, los *insiders* han perdido reputación –por ejemplo, si se sabe o se sospecha que han extraído beneficios privados del control-, o la conservan pero se jubilan o transfieren el control. Articular un mecanismo de revisión –y de control- es esencial para evitar las peores consecuencias del atrincheramiento.

2. Los casos difíciles son justamente los que entrañen conflicto, y por todos los posibles blindajes estatutarios, es oportuno centrar la mirada en los más paradigmáticos, las operaciones de creación de una doble estructura accionarial y la reconversión de acciones plurales en acciones ordinarias. En ambos casos existe el riesgo de que los socios de control cometan abusos a costa de los socios externos que el derecho debe impedir, pero es asimismo preciso señalar que estos mecanismos de disociación son más transparentes y dúctiles a la articulación jurídica que muchos otros, y por ello, preferibles (aunque sean los primeros que prohíben los ordenamientos)⁸⁹. En

⁸⁹ Las acciones de voto plural parece que son el enemigo a combatir (lo cual es muy conveniente, por su baja incidencia de las jurisdicciones europeas), cuando, puestos a elegir, es un sistema de desproporcionalidad más transparente y sometido a un mayor escrutinio que el resto de los utilizados comúnmente en Europa. Sin

cambio, los supuestos de salida a bolsa son distintos: el papel del derecho se restringiría a garantizar las condiciones de transparencia necesarias para que los nuevos socios no sean engañados, obligando a los socios de control a hacer pública toda la información concerniente a la estructura de capital y de gobierno de la sociedad.

Existen dos tipos de estrategias o de garantías para desactivar los riesgos de la transacción: la salvaguardia de los intereses de los socios externos ex ante, mediante reglas procedimentales y la protección de los socios externos ex post a través de la cláusula del interés social. Éstas últimas se basan primordialmente en la definición y el *enforcement* de los deberes de lealtad de los socios de control⁹⁰. La rémora es que hasta el momento esta estrategia no se ha revelado por sí sola eficaz, posiblemente por estar infradesarrollada judicialmente: el caso paradigmático de operaciones expropiatorias por parte del socio de control corresponde a las operaciones vinculadas, y no parece que la cláusula de interés social haya sido utilizada por los tribunales para frenar estos comportamientos⁹¹. A mi juicio, el ordenamiento debería establecer estándares de conducta más específicos que el general del interés social, que ayuden a los tribunales a identificar las maniobras expropiatorias del socio de control, tanto en este caso como en otras transacciones vinculadas. En cambio, las reglas procedimentales atañen al diseño específico de la operación (lo cual no excluye que sean revisadas por los tribunales por posible infracción de los deberes de lealtad de los socios de control), y de lo que se trata es de permitir que se lleven a cabo operaciones de reconversión o de reunificación eficientes y, a la par, garantizar que no hay expropiación en el intercambio (que dependerá –en buena medida, pero no sólo– del precio fijado, bajo en las operaciones de reconversión, o alto en las de unificación). En particular, se debe reforzar la intervención del derecho en tres cuestiones claves: quien y cómo adopta el acuerdo, las reglas de transparencia –particularmente las relativas a la motivación de la operación–, y las reglas que garantizan la equidad de la contraprestación. Bien mirado, se trataría de poner en marcha mecanismos de sobra conocidos para el derecho de sociedades en relación con otras operaciones de alto riesgo, como determinados aumentos de capital⁹². La literatura jurídica ha contribuido a analizar y articular estos mecanismos, a la que me remito; por mi parte, sólo resta hacer un par de puntualizaciones de carácter general.

embargo, no parece dudoso que el objetivo claro de la *break-through rule* target es impedir la doble clase accionarial, en evidente detrimento de los países escandinavos. Véase SKOG (2004, pp. 1439 y ss.) y BERNITZ (2004, pp. 1423 y ss.).

⁹⁰ La experiencia da cuenta de que la cláusula del interés social y la revisión jurisdiccional ex post no han valido para frenar la expropiación. Los deberes de lealtad son probablemente el mecanismo más potente para disciplinar a los *controllors*, pero es probable que en los sistemas normativos, su *enforcement* precise de mayor intervención legislativa previa. Con todo, PAZ-ARES (1996, pp. 136 y ss.) confía en la disciplina del interés social para evitar las conversiones abusivas.

⁹¹ JOHNSON, LA PORTA, LOPEZ DE SILANES y SHLEIFER (2000, pp. 22-27) y ENRIQUES (2002, pp. 756-821).

⁹² Ver por todos ALFARO (1995, pp. 104 y ss.).

a. Se ha advertido que uno de los puntales irrenunciables de una normativa de estas características es que la decisión de disociar los derechos de cash flow y de voto recaiga sobre los socios externos, que son quienes deben pechar con los costes de agencia que la misma produce. Bien sea a través de la regla de la mayoría de la minoría, o de la abstención del socio de control en la votación por razón del conflicto de intereses, lo cierto es que la votación separada es una medida de gobierno corporativo ampliamente admitida para solucionar los conflictos mayoría-minoría⁹³. Como nadie quiere perder una votación –además del coste de reputación que conlleva–, la medida disciplina a los socios internos, obligándoles a diseñar la operación de manera más equitativa y transparente. Con todo, el riesgo más preocupante es el de la conformación de mayorías ficticias. El riesgo en este caso es que los socios internos vendan (con obligación de recompra) parte de sus acciones a uno o varios terceros para que defiendan sus intereses en la junta de los socios externos. Ese tipo de actuaciones fraudulentas deberían ser obstaculizadas *ex ante* por la norma, sin olvidar que son fácilmente identificables en el transcurso de una investigación judicial.

b. Otra de las bases de protección de los socios externos reside en la necesidad de documentar la operación (las razones que la sustentan, dando cuenta de los beneficios y los riesgos que comporta). La razón es doble. Por un lado, suministrar la información relevante permite a los socios externos adoptar decisiones que protejan sus intereses. Por otro lado, y sobre todo, obliga al socio de control a disciplinarse a sí mismo, lo cual es de vital importancia cuando se trata de pedir un voto de confianza a los socios externos. La disciplina es del lado pasivo- se desechan de antemano las operaciones marcadamente expropiatorias, difíciles de justificar, para evitar los rigores del escrutinio público-, y del lado activo- la necesidad de pactar con los socios externos obliga, más allá de dar explicaciones, a convencer, a proporcionar garantías a los socios externos de la bondad de la operación, y sobre todo, del compromiso de no expropiación del socio de control. Visto así, una buena regulación de estas operaciones puede contribuir a reforzar el gobierno corporativo de las sociedades. Los deberes de información amparan a los socios de externos *ex ante* mediante el voto –el socio de control ha de ganarse su confianza para que la operación llegue a buen puerto- y *ex post*, mediante las acciones impugnatorias, si los informes son parciales, vacuos, o inconsistentes.

⁹³ Tanto la literatura científica como la OCDE recomiendan a los legisladores adoptar esta medida de protección de las minorías en operaciones vinculadas. Véanse BEBCHUK y HAMDANI (2009, pp. 1298-1299) y OCDE (2009). Sin embargo, esta medida se utiliza ampliamente en los Estados Unidos (en relación con *dual-class*, véase BAINBRIDGE [2002, p. 460]), pero no ha sido adoptada por la mayoría de los estados europeos, aún cuando la estructura de propiedad de las empresas europeas –mayoritariamente concentrada- es más propicia a estos riesgos que en el caso americano (HERTIG y KANDA [2009, p. 122]). La cuestión que tradicionalmente ha centrado la discusión en la materia que nos ocupa es la de los *riesgos de coerción*, es decir, que la operación este de tal manera diseñada que lleve a los socios a actuar racionalmente contra sus propios intereses. Véase PAZ-ARES (1996, pp. 98 y ss.).

5. Bibliografía

Renée ADAMS y Daniel FERREIRA (2008), "One share, One vote: the empirical evidence", *Review of Finance*, núm. 12, pp. 51-91.

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

-- (2008), "El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil", *Noticias de la Unión Europea*, núm. 285, p. 7-19.

Heitor ALMEIDA y Daniel WOLFENZON (2006), "A theory of pyramidal ownership and family business groups", *Journal of Finance*, núm. 61, pp. 2637-2680.

Heitor ALMEIDA y Sang Yong PARK, Marti G. SUBRAHMANYAM, y Daniel WOLFENZON (2010), "The Structure and Formation of Business Groups: Evidence from Korean Chaebols", *Journal of Financial Economics*, Vol. 99, pp. 447-475.

Ronald C. ANDERSON y David M. REEB (2003), "Founding family ownership and Firm performance: Evidence from the S&P 500", *Journal of Finance*, núm. 58, pp. 1301-1327.

Harry DEANGELO y Linda DEANGELO (1985), "Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock", *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 33-69.

Stephen M. BAINBRIDGE (2002), *Corporation law and economics*, Foundation Press, Nueva York.

Sanjai BHAGAT, Andrei SCHLEIFER, y Robert W. VISHNY (1990) "Hostile takeovers in the 1980s: the return to corporate specialization", *Brookings papers on economic activity: microeconomics*, pp. 1-84.

Sanjai BHAGAT y Richard H. JEFFERIS (1991), "Voting power in the proxy process: the case of anti-takeover charter amendments", *Journal of Financial Economics*, núm 30, pp. 193-225.

Nina BARANCHUK, Robert KIESCHNICK, Rabih MOUSSAWI (2005) "Antitakeover provisions in IPOs: A growth options perspective", University of Texas working papers.

Michael J. BARCLAY y Clifford G. HOLDERNESS (1989), "Private benefits from control of public corporations", *Journal of Financial Economics*, núm. 25, pp. 371-395.

Lucian A. BEBCHUK (1985), "Towards undistorted choice and equal treatment in corporate takeovers", *Harvard Law Review*, núm. 98, pp. 1695-1808.

-- (1987) "The pressure to tender: an analysis and a proposed remedy", *Delaware Journal of Corporate Law*, núm. 12, pp. 911-949.

-- (1994) "Efficient and inefficient sales of control", *Quarterly Journal of Economics*, núm. 109, pp. 957-997.

-- (1999) "A rent protection theory of corporate ownership and control", *The National Bureau of Economic Research, Working Paper*, núm. 7203.

-- (2003), "Why firms adopt anti takeover arrangements", *University of Pennsylvania Law Review*, núm. 152, pp. 713-753.

Lucian A. BEBCHUK, Reinier KRAAKMAN y George G. TRIANTIS (2000), "Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanism and agency costs of separating control from cash flow rights", en Randall K. MORCK (ed.), *Concentrated corporate ownership*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 295-318.

Lucian A. BEBCHUK y Luigi ZINGALES (2000), "Ownership structures and the decision to go public", en Randall K. MORCK (ed), *Concentrated corporate ownership*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 55-80.

Lucian A. BEBCHUK y Oliver HART (2002), "A threat to dual-class shares", *Financial times*, 31.5.2002.

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

Eric BERGLÖF y Mike BURKART (2003) "European takeover regulation", *Economic Policy*, Vol.18, núm. 36, pp. 171-213.

Ulf BERNITZ (2004) "The attack on the nordic multiple voting rights model: the legal limits under EU Law", *European Business Law Review*, Vol. 15, pp. 1423-1437.

Marianne BERTRAND, Paras MEHTA y Sendhil MULLAINATHAN (2002), "Ferretting out tunneling: an application to Indian business groups", *The Quarterly Journal of Economics*, núm. 117, pp. 121-148.

Marcello BIANCHI y Magda BIANCO (2005), "Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?" *European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper*, núm. 144 (www.ssrn.com).

Marco BRECHT *et al.* (2001), "Shareholding cascades: the separation of ownership and control in Belgium", en Fabrizio BARCA y Marco BRECHT (eds.), *The control of corporate Europe*, Oxford University Press, pp. 71 y ss.

Mike BURKART y Fausto PANUNZI (2004), "Mandatory bids, squeeze-out, sell-out and the dynamics of the tender offer process", en Guido FERRARINI, Klaus J. HOPT, Jaap WINTER y Eddy WYMEERSCH (eds.), *Reforming company and takeover law in Europe*, Oxford University Press, pp. 737-766.

Mike BURKART y Samuel LEE (2008), "The one share-one vote debate: a theoretical perspective", *Review of Finance*, núm. 12, pp. 1-49.

Thomas J. CHEMMANUR y Yawen JIAO (2006), "Dual class IPOs, share recapitalizations, and unifications: A theoretical Analysis", Boston College, Working paper.

Thomas J. CHEMMANUR, Imants PAEGLIS y Karen SIMONYAN (2008), "Management quality and antitakeover provisions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, núm. 2, pp. 331-368.

Kee H. CHUNG y Jeong-Kuk KIM (1999), "Corporate ownership and the value of a vote in an emerging market", *Journal of Corporate Finance*, núm. 5, pp. 35-54.

Stijn CLAESSENS, Simeon DJANKOV y Larry H.P. LANG (2000), "The separation of ownership and control in East Asia corporations", *Journal of Financial economics*, núm. 58, pp. 81-112.

Stijn CLAESSENS, Simeon DJANKOV, y Joseph P.H. FAN y Larry H.P. LANG (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," *Journal of Finance*, núm. 57, pp. 2741-2771.

John C. COATES IV (2004), "Ownership, takeovers and EU law: how contestable should EU corporations be?", en Guido FERRARINI, Klaus J. HOPT, Jaap WINTER y Eddy WYMEERSCH (eds.), *Reforming Takeover and company Law in Europe*, Oxford University Press, pp. 677-709.

Pierre-Henri CONAC (2005), "The new french preferred shares: moving towards a more liberal approach", *European Company and Financial Law Review*, Vol. 2, núm. 4, pp. 487-511.

Robert DAINES y Michael KLAUSNER (2003), "Do IPO charters maximize firm value? Antitakeover protection in IPOs", *The Journal of Law*, Vol. 17, pp. 83-120.

Paul DAVIES, Edmund-Philipp SCHUSTER y Emilie VAN DER WALLE DE GHELCKE (2010), "The takeover Directive as a protectionism tool?", en Ulf Bernitz y Georg Wolf (eds.), *Company law and economic protectionism: new challenges to European integration*, Oxford University Press, Oxford.

Harold DEMSETZ y Kenneth M. LEHN (1983), "The structure of corporate ownership: Causes and consequences", *Journal of Political Economy*, Vol. 93, pp. 1155-1177.

Alexander DYCK y Luigi ZINGALES (2004), "Private benefits of control: An international comparison", *Journal of Finance*, Vol. 59, pp. 537-600.

Frank H. EASTERBROOK y Daniel FISCHER (1981), "The proper role of a target's management in responding to a tender offer", *Harvard Law Review*, Vol. 94, núm. 6, pp. 1161-1204.

Olaf EHRHARDT y Eric NOVAK (2001), "Private benefits and minority shareholder expropriation – empirical evidence from IPOs of german-family owned firms", *Centre for Financial Studies*, núm.10.

Luca ENRIQUES (2002), "Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan", *European Business Organisation Review*, Vol. 3, pp. 756-821.

-- (2004) "The mandatory bid rule in the takeover directive: harmonization without foundation?", *European Company and Financial Law Review*, Vol 1., núm. 4, pp. 440-457.

-- (2010) "European takeover Law: The case for a neutral approach", *UCD Working Papers in Law, Criminology & Socio-Legal Studies*, núm. 24.

Mara FACCIO y Larry H. P. LANG (2000), "The ultimate ownership of western European corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, pp. 365-395.

Alejandro FERNÁNDEZ DE ARAOZ (2007), "Los mecanismos contractuales de facilitación y garantía en las operaciones de cesión del control de la sociedad cotizada", *Revista de derecho de Sociedades*, núm. 29, pp. 91-137.

Guido FERRARINI (2001), "Share ownership, takeover law and the contestability of corporate control", *Cedif Working Paper*, núm, 1.

-- (2006), "One share-one vote: a european rule?", *European Corporate Governance Institute, Law Working Paper*, núm. 58.

Joaquín GARRIGUES y Rodrigo URÍA (1953), *Comentario a la ley de sociedades anónimas*, 2ª ed., Tecnos, Madrid.

Koen GEENS y Carl CLOTTENS (2010), "One share-one vote: Fairness, Efficiency and (the case for) EU harmonisation revisited", en Klaus J. HOPT y Koen GEENS (ed.), *The European Company Law Action Plan Revisited. Reassessment of the 2003 priorities for the European Commission*, Leuven University Press, pp. 146 y ss.

Ronald J. GILSON (1981), "A structural approach to corporations: the case against defensive tactics in tender offers", *Stanford Law Review*, Vol. 33, pp. 819-891.

-- (1987) "Evaluating dual-class common stock: the relevance of substitutes", *Virginia Law Review*, Vol. 73, pp. 807-844.

-- (2006) "Controlling shareholders and corporate Governance: complicating the comparative taxonomy", *Harvard Law Review*, Vol. 119, núm. 6, p. 1641-1679.

Fernando GÓMEZ POMAR y María Isabel SÁEZ LACAVE (2007), "La eficacia del deber de pasividad de los administradores en presencia de una OPA: Mecanismos privados frente a mecanismos públicos" *Indret 1/2007* (www.indret.com).

Paul A. GOMPERS, Joy ISHII y Andrew METRICK (2010), "Extreme Governance: An analysis of dual-class firms in the United States", *Review of Financial Studies*, Vol. 23, pp. 1051-1088.

Sanford Jay GROSSMAN y Oliver D. HART (1980), "Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation", *Bell Journal of Economics*, Vol. 11, pp. 42-64.

-- (1988) "One share-one vote and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 175-202.

Guillermo GUERRA (2010), *Las limitaciones estatutarias al número máximo de votos en las sociedades cotizadas*, La Ley, Madrid.

María GUTIERREZ y María Isabel SÁEZ LACAVE (2010), "A carrot and stick approach to discipline self-dealing by controlling shareholders", *European Corporate Governance Institute Law Working Paper*, núm. 138.

Milton HARRIS y Artur RAVIV (1988), "Corporate governance, voting rights, and majority rules", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 203-235.

Gerard HERTIG y Hideki KANDA (2009), "Related party transactions", en VV. AA, *The anatomy of corporate Law a comparative and functional approach*, 2ª ed., Oxford University Press, pp. 153-182.

Clifford G. HOLDERNESS (2003), "A survey of blockholders and corporate control", *Federal Reserve bank of New York economic policy review*, Vol. 9, pp. 51-64.

Heribert HIRTE (2005), "The takeover directive –a mini-directive on the structure of the corporation: Is it a trojan horse?", *European Company and Financial Law Review*, Vol. 2, pp. 1-19.

Henry T.C. HU y Bernard S. BLACK (2006), "The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership", *Southern California Law Review*, Vol. 79, pp. 811-908.

Gregg A. JARRELL y Annette B. POULSEN (1987), "Shark repellents, and stock prices: the effects of anti-takeover amendments since 1980", *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, pp. 127-168.

Gregg A. JARRELL, James A. BRICKLEY y Jeffrey M. NETTER (1988), "The market for corporate control: the empirical evidence since 1980", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, pp. 49-68.

Michael C. JENSEN y Richard B. RUBACK (1983), "The market for corporate control: the scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 5-50.

Simon JOHNSON, Rafael LA PORTA, Florencio LOPEZ DE SILANES y Andrei SHLEIFER (2000), "Tunnelling", *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol. 90, pp. 22-27.

Marcel KAHAN y Edward ROCK (2003), "Corporate constitutionalism: Antitakeover charters provisions as precommitment", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152, pp. 473-522.

Jonathan M. KARPOFF y Paul H. MALATESTA (1989), "The wealth effects of second generation legislation", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 291-322.

Arman KHACHATURYAN (2007), "Trapped in Delusions: Democracy, fairness and the one-share-one vote rule in the European Union", *European Business Organization Law Review*, Vol. 8, pp. 335-367.

Tarun KHANNA y Yishaf .YAFEH (2007), "Business groups in emerging markets: Paragons or parasites?", *Journal of Economic Literature*, Vol. 45, pp. 331- 372.

Jens F. KÖKE (2000), "Institutional Investment in Central and Eastern Europe: Investment Criteria of Western Portfolio Managers", *Journal for Institutional Innovation, Development and Transition*, Vol. 4, pp. 15-34.

Reinier KRAAKMAN, Paul DAVIES, Henry HANSMANN, Gerard HERTIG, Klaus HOPT, Hideki KANDA y Edward ROCK (2009), *The anatomy of Corporate Law*, 2ª ed., Oxford University Press, Oxford.

Luc LAEVEN y Ross LEVINE (2008), "Complex ownership structures and corporate valuations", *Review of Financial Studies*, Vol. 21, pp. 579-604.

Priya LELE y Mathias M. SIEMS (2007), "Shareholders protection: A leximetric approach", *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 17, pp. 17-50.

Ross LEVINE (1999), "Law, finance and economic growth", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8, pp. 8-35.

Haim LEVY (1982), "Economic valuation of voting power of common stock", *Journal of Finance*, Vol. 38, pp. 79-93.

Karl V. LINS (2003), "Equity ownership and firm value in emerging markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, pp. 159-184

Franco MODIGLIANI y Merton H. MILLER (1958) "The cost of capital, corporate finance and the theory of investment", *American Economic Review*, Vol. 48, pp. 261-297.

Randal K. MORCK, Abdallah SCHLEIFER y Robert W. VISHNY (1988), "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.

Peter MÜLBERT (2004), "Make it or break it: the break through rule as a break through for the european takeover directive?", en Guido FERRARINI, K. HOPT, y E. WYMEERSCH (eds.), *Reforming takeover and company law in Europe*, Oxford University Press, Oxford, pp. 711 y ss.

Stewart C. MYERS (1984), "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 39, pp. 575-592.

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

Anete PAJUSTE (2005) "Determinations and consequences of the unifications of dual-class shares", *European Central Bank*, núm. 465.

Cándido PAZ-ARES (1996), *¿Dividendos a cambio de votos?*, Mc Graw Hill, Madrid.

Rafael LA PORTA, Florencio LOPEZ DE SILANES, y Andrei SCHLEIFER (1999), "Corporate ownership around the World", *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 471 - 517.

Maria Isabel SÁEZ LACAVE (2003), "Una aproximación al derecho de opas", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 92, pp. 7-47.

-- (2010), "¿Por qué prohibir las restricciones del derecho de voto?", *Indret 2/2* (www.indret.com).

Andrei SCHLEIFER y R. W. VISHNY (1990), "Equilibrium short horizons of investors and firms", *American Economic Review*, Vol. 80, pp. 148-153.

Peter L. SIMMONS (1987), "Dual Class recapitalizations and shareholder voting rights", *Columbia Law Review*, Vol. 87, pp. 106-124.

Rolf SKOG (2004), "The takeover directive, the breakthrough rule, and the swedish system of dual class common stock", *European Business Law Review*, Vol. 15, pp. 1439-1451.

Scott B. SMART y Chad J. ZUTTER (2003), "Control as a motivation for underpricing: A comparison of Dual -and Single Class IPOs", *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, pp. 85-100.

Jeremy C. STEIN (1988), "Takeover threats and market myopia", *Journal of Political Economy*, Vol. 96, pp. 61-80.

Jean TIROLE (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.

Stefan VATTER (2007), en Gerald SPINDLER y Eberhard STILZ, *Komentar zum Aktiengesetz*, Heymanns, München, § 12, marginales 16 y ss.

Marco VENTORUZZO (2008), "Takeover regulation as a Wolf in sheep's clothing: taking U. K. rules to continental Europe", *Journal of Business Law*, Vol. 11, pp. 135-173.

Belén VILLALONGA y Raphael AMIT (2009), "How are U. S. family firms controlled?", *Review of Financial Studies*, Vol. 22, pp. 3047-3091.

Paolo VOLPIN y Luca ENRIQUES (2007), "Corporate governance reforms in continental Europe", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, pp. 117-140.

Eddy WYMEERSCH (1998), "A status report on corporate governance in some continental European states", en Klaus J. HOPT, Hideki KANDA, Mark J. ROE, Eddy WYMEERSCH y Stefan PRIGGE, (eds.), *Comparative Corporate Governance. The state of the art and emerging research*, Oxford University Press, Oxford, pp. 1032 y ss.

G. K. YARROW (1985), "Shareholder protection, compulsory acquisition and the efficiency of the takeover process", *Journal of Industrial Economics*, Vol. 34, pp. 3-16.

Luigi ZINGALES (1995), "What determines the value of corporate votes?", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, pp. 1047-1073.

Wolfgang ZÖLLNER (2009), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Heymanns, München, § 12, marginales 2 y ss.