

UN ANALISIS ECONOMICO DE LA REGULACION DE LA SOCIEDAD ANONIMA EN ESPAÑA

Benito Arruñada

RESUMEN.—En este artículo se intenta aplicar el Análisis Económico a la legislación sobre sociedades anónimas y su reforma, en la actualidad (1988) a la espera de debate Parlamentario. Los temas discutidos incluyen las acciones sin voto, las acciones de voto plural, la representación de los accionistas, los requisitos de capital mínimo, el derecho de suscripción preferente, y la protección de intereses minoritarios. La primera sección discute puntos de vista alternativos según la finalidad principal de la regulación sea proteger a las partes o ahorrarles costes de transacción. Se destaca el papel de la libertad contractual como fuente principal de soluciones a los conflictos de intereses que impregnan la sociedad anónima.

1. Justificaciones de la normativa reguladora sobre sociedades anónimas

1.1. *La justificación convencional*

Desde esta perspectiva, la existencia de una legislación sobre las sociedades mercantiles o la necesidad de reformar (entiéndase, en general, como extender) la regulación existente, suele basarse en la necesidad de proteger el tráfico mercantil contra los abusos y arbitrariedades que, dejados a su libre albedrío, se inflingirían sus protagonistas. Con frecuencia, se precisa más esta posición, y se postula una finalidad protectora de alguna de las partes, al parecer más débil o indefensa. En ambos casos, se introduce implícitamente la suposición adicional de que la regulación mejora el tráfico mercantil y protege efectivamente a esas partes menos capacitadas.

Sin perjuicio de volver con mayor profundidad, al tratar aspectos concretos de la regulación, a la crítica de este planteamiento voluntarista y aparentemente bien intencionado, conviene anticipar que esta perspectiva es, cuando menos, incompleta. No tiene en cuenta los costes que genera y la existencia de mecanismos alternativos para controlar los conflictos de intereses entre las partes contratantes. Por esos motivos, conduce al desarrollo sin límite de una normativa cada vez más detallada.

Asimismo, suele ignorar con frecuencia que la más sólida garantía del tráfico comercial es el buen nombre y la necesidad de mantenerlo para ejercer con continuidad una actividad económica en el mercado. Se olvida también que las muchas regulaciones propuestas ocasionan costes sustanciales y, en ocasiones, impiden el acimiento espontáneo de pautas contractuales que tiendan a eliminar los conflictos de intereses por los que se creyó necesaria la regulación. Se desvía entonces el esfuerzo de las partes a efectuar *ingeniería contrarregulatoria* con el fin de disminuir sus costes, en vez de al desarrollo de fórmulas contractuales más depuradas.

1.2 *La ley como instrumento para reducir el coste de las transacciones*

Dentro de una concepción opuesta a la simple misión de protectora, a la que integra, la libre contratación, y el desarrollo de la *tecnología contractual* que de ella resulta, puede ser vista como el mecanismo fundamental para la resolución de conflictos de intereses entre las partes, conflictos que se analizan en términos de costes de agencia o transacción. La acción regulatoria del Estado ha de dirigirse, desde esta perspectiva, a abaratar el coste de las transacciones económicas. La Ley ha de definir reglas generales de contratación tales que hagan innecesaria una explicación en exceso prolija, y por tanto costosa, de cláusulas en cada contrato. Su existencia ha de reducir los costes de las transacciones, incluyendo los de naturaleza implícita. En todo caso, ha de evitar incrementarlos mediante regulaciones prohibitivas que obligen a las partes a despilfarrar recursos con el solo fin de evitar la regulación y contratar así de modo similar al voluntariamente deseado por ellas.

Las dos referencias siguientes abundan en esta idea. Anderson (1978) subraya la necesidad de equilibrar la disminución de costes de transacción con la menor discreción directiva que la estandarización ocasiona, constituyendo tal equilibrio de costes y beneficios la guía fundamental de la normativa:

«Del mismo modo que las leyes sobre garantía y protección del consumidor pueden promover la eficiencia y la justicia, proveyendo normas estandarizadas para transacciones con elevados costes de contratación y control, la legislación de sociedades anónimas pueden realizar una función similar, suministrando normas estandarizadas que gobiernen las relaciones entre accionistas y dirección. Los costes de transacción son disminuidos y el problema de contratación colectiva (*free-riding*) eliminado si la discreción directiva es restringida, no por contratos individuales, sino por leyes que prohíban o requieran de la dirección un comportamiento especificado. Tales restrin-

ciones estandarizadas sobre la discreción directiva son indeseables, sin embargo, si es probable que limiten la flexibilidad directiva para actuar en interés de los accionistas»(p.109).

Posner (1976), quien trata la legislación sobre sociedades como un contrato estándar, centrándose en la relación entre la sociedad anónima y sus acreedores concluye que:

«Una ley de sociedades es ineficiente si no provee términos contractuales estandarizados, tales que permitan a los acreedores los tipos de protecciones contra impago en los que ellos normalmente insistirían en una negociación explícita. Tal ley puede ser criticada por crear costes evitables de negociación explícita. En algunos casos puede ser también criticada por conducir a los acreedores a ceder deseables provisiones protectoras, contentándose en su lugar con un tipo de interés más elevado» (Posner, 1976, citado en Posner y Scott, 1980, p. 272).

La literatura ligada a la Teoría de Agencia y los Derechos de Propiedad suministra un marco fructífero para analizar algunos de los aspectos más controvertibles de la regulación jurídica de las sociedades anónimas, al ofrecer un enfoque integral de los problemas de control entre los distintos grupos de la empresa y los instrumentos utilizados para conseguirlo. Así, la teoría del control que se deriva de los trabajos de Coase (1937), Alchian y Densetz (1972), Jensen y Meckling (1976), Fama (1980), y Fama y Jensen (1983a y 1983b) proporciona el marco teórico dentro del cual es posible dar sentido, como soluciones minimizantes de costes, a la variedad de complejas formas contractuales que constituyen la organización empresarial y al proceso de innovación contractual o *ingeniería a la inversa* que originan las restricciones normativas. Por su parte, estudios empíricos efectuados en las últimas dos décadas suministran una sólida evidencia contra la que es posible contrastar la validez de múltiples postulados de la teoría, sobre todo, aunque no únicamente, por lo que se refiere a sociedades cuyos títulos coticen en un mercado de valores.

Las relaciones contractuales en el seno de la sociedad anónima y entre ésta y otros agentes económicos son entendidas como relaciones de agencia en las que una parte delega ciertos derechos de decisión. Esta relación de agencia, definida como un contrato por el que una parte, el agente, se compromete a realizar algo para otra parte, el principal, es consustancial a toda delegación de autoridad decisoria, incluyendo toda actividad cooperativa. Incurrir en costes, dirigidos a reducir la desviación en el comportamiento del agente respecto a los intereses del principal. Estos costes son soportados por el contrato y abonados bien por el agente para garantizar sus decisiones, por el principal para controlar éstas, o constituyen una pérdida residual, igual a la desviación de conducta del agente respecto a lo estipulado en el contrato, como consecuencia de los costes prohibitivos de garantía (*bonding*) y control o vigilancia (*monitoring*) que requeriría un contrato perfecto.

La razón de ser de la empresa se concibe como la minimización de los costes de agencia en todas las relaciones contractuales. La empresa, ficción legal «que sirve como un nexo para un conjunto de relaciones contractuales entre individuos»

(Jensen y Meckling, 1976, p.310), suplanta la contratación multilateral del mercado por un conjunto de relaciones contractuales de naturaleza bilateral, de las cuales es el nexo común, reduciendo los costes de agencia inherentes a los mismos.

Existe competencia en la reducción de costes contractuales, transacción o agencia entre la organización económica a través de la empresa versus el mercado, en el nivel más general. Del mismo modo, tiene lugar competencia entre las diversas formas contractuales que puede adoptar una empresa (empresario individual, sociedad, cooperativa, etc.). A largo plazo, sólo aquellas que adapten su estructura contractual en línea con la reducción económicamente óptima de dichos costes puede sobrevivir, dentro de la formulación adoptada por Fama y Jensen (1983b) del criterio de supervivencia evolutiva de Alchian (1950).

1.3. Normalización versus competencia entre marcos normativos

La competencia entre regulaciones proporciona una posibilidad alternativa al mero reglamentarismo estatal de la contratación privada en el área de las sociedades mercantiles. Puesto que el Estado está sujeto a la comisión de errores en su actividad reguladora, parece sensato considerar la posibilidad de someter sus actuaciones al criterio al que se someten los ciudadanos y las empresas, el de la competencia. El caso de la *competencia en laxitud* entre estados norteamericanos provee una interesante evidencia al respecto, ya que la existencia de diferentes leyes en cada estado ha dado lugar allí a una concentración de domicilios sociales de las sociedades anónimas en aquellos estados que ofrecen una legislación más laxa, especialmente Delaware¹.

Este análisis puede ser aplicado a las posibilidades de competencia entre normativas reguladoras dentro de los estados miembros de la Comunidad Económica Europea, así como, en el caso de nuestro país, entre comunidades autónomas.

Descartada esta última vía por la redacción del artículo 149.2 de la Constitución, que reserva al Estado competencias exclusivas en legislación mercantil, las ventajas de la competencia entre marcos regulatorios sólo son practicables en la medida en que lo permiten las cada vez más numerosas directivas normalizadoras de la Comunidad Europea². La posibilidad de que las empresas europeas se bene-

1. Véanse: Posner y Scott (1980, pp. 90-117), Winter (1977) y Dodd y Leftwich (1980).

2. Sobre esta nueva fuente regulatoria, dice el Presidente de la comisión encargada del Anteproyecto de adaptación y reforma de la legislación española en materia societaria a las Directivas de la CEE lo siguiente:

«algo hay que añadir sobre los efectos del Derecho comunitario en cuanto supone una transacción entre sistemas diversos. En este punto la armonización de las normas deja bastante que desear. Nos limitaremos ahora a recordar que el permanente forcejeo en torno a la fijación y al contenido de la norma armonizadora podría explicar, por sí sólo, la falta de calidad técnica de algunas directivas. Este fenómeno da ciertamente lugar a «transacciones legislativas» entre los distintos Estados que «distorsionan la finalidad armonizadora de las normas comunitarias» (J.M. EMBID). Se cae así en una especie de «reglamentarismo» normativo, bien alejado del arte de hacer las leyes propio del siglo XIX, contribuyendo formalmente a la decadencia del De-

ficien de la competencia entre los estados europeos por el suministro de marcos normativos adecuados, tiende, pues, a desaparecer, en virtud del proceso de normalización de la legislaciones nacionales puesto en marcha por el Tratado de Roma³.

Puede ser alegado que la normalización tiene ventajas que exceden las proporcionadas por la competencia entre marcos normativos. Siendo ello posiblemente cierto, caben, no obstante, algunas reflexiones finales, siendo la primera que la pérdida del control que del proceso regulatorio supone su examen por el mercado ha de ser en todo caso tenido en cuenta como un coste de la normalización.

En segundo lugar, no conviene perder de vista que los resultados empíricos muestran para el caso de las sociedades norteamericanas, que sus accionistas, a los que se suponía *protegidos* por regulaciones restrictivas, no se ven perjudicados por cambios en los domicilios sociales hacia estados, fundamentalmente Delaware, con legislaciones más permisivas (Dodd y Leftwich, 1980). Esta evidencia tiene la virtud adicional de ofrecer una indicación cuantificada de los efectos regulatorios.

Por último, la competencia tiene, por suerte o por desgracia, la propiedad de terminar encontrando su camino. En este caso, la competencia se efectúa entre estados, naciones o grupos de naciones de regulación normalizada. Aquellos que, *ceteris paribus*, ofrezcan legislaciones más adecuadas, darán a sus empresas una importante ventaja competitiva. En cambio, aquellos otros que las sometan a regulaciones inadecuadas las verán perder posiciones y no podrán desarrollarse. En este sentido, es importante entender el papel que en este terreno puede representar la liberación del comercio internacional, al favorecer la competencia entre estados y hacer imposible el sostenimiento a largo plazo de marcos regulatorios inadecuados.

recho. No todo, ciertamente, es fruto de aquella transacción. El «reglamentarismo» que nos invade parece ser una quiebra general del ordenamiento jurídico de nuestro tiempo, una consecuencia del afán por contemplar en la norma todos los supuestos de hecho, anulando la técnica y la elegancia de las leyes, el valor de su formación genérica y a la postre, su misma potencialidad normativa» (Menéndez, 1987, p. 30).

3. Compara Fernández de la Gándara la normalización comunitaria con la norteamericana señalando la ausencia relativa de control parlamentario del proceso europeo:

«cada acto jurídico de armonización implica el trasvase encubierto a los órganos comunitarios de competencias legislativas propias de los singulares Estados miembros... Con la autolimitación de la soberanía estatal, que la armonización entraña, nace una auténtica competencia legislativa comparable en muchos aspectos a la de un poder federal, a la que además subyace, como no podría ser de otra forma, una concreta orientación de política jurídica. De ahí la atinada observación de cuantos sostienen que las disposiciones de armonización del Tratado guardan estrecha afinidad, desde el punto de vista funcional, con las «interstate commerce clause» de la Constitución USA. Pues bien, pese a haberse hurtado, en su gestión y desarrollo, a la acción de los órganos parlamentarios, tanto estatales como de la Comunidad, el proceso de armonización convierte a esta última en la única instancia facultada para modificar las parcelas de los ordenamientos nacionales que hayan sido previamente coordinadas» (1987, pp. 42-43).

En otros trabajos el autor ha defendido la hipótesis de que supuestas características negativas de la empresa española, como su reducido tamaño, la propensión a no asumir riesgos o su escasa implantación en mercados exteriores se deben al escaso desarrollo de la forma societaria plena (con cotización en bolsa y especialización plena de las funciones de propiedad y gestión), encarecida por una regulación torpe y en exceso reglamentarista de esta forma jurídica, así como de los mercados de valores y empresas, elementos ambos fundamentales en el control de los conflictos de intereses entre las partes contratantes en la sociedad anónima (Arruñada, 1988a y 1988b). Desgraciadamente, las consecuencias de marcos normativos alternativos son inseparables de otros muchos factores, por lo que la contrastación de hipótesis en este terreno es poco menos que imposible, lo que no debe impedir su consideración cualitativa, con igual mérito que otros factores actuales en dirección opuesta y cuya importancia es igualmente imposible de cuantificar.

2. La Ley de sociedades anónimas y su reforma

2.1. *El objetivo protector de la regulación de sociedades*

La principal normativa legal existente en nuestro país sobre sociedades anónimas es la Ley de régimen de las sociedades anónimas de 17 de julio de 1951. La misma «encuadra a la sociedad anónima en un sistema completo de normas coactivas que necesariamente han de ser observadas en la constitución y en el funcionamiento de las sociedades» (Uría, 1985, p. 179). El primer párrafo de su Exposición de Motivos anuncia con claridad este carácter generalmente no dispositivo de la ley, su intención limitadora de la libertad contractual, cuando dice:

«Obsesionados por una mal entendido concepto de libertad que ya había inspirado la Ley de Sociedades, de 19 de octubre de 1869, los redactores de nuestro Código de Comercio creyeron que el mejor modo de respetar la libertad era ausentarse de la regulación de la sociedad anónima».

A llenar ese vacío se dedica el referido texto legal, ya que:

«la elección por los fundadores de una sociedad de la forma anónima lleva consigo la necesidad de someter a ciertos esquemas legales insustituibles por el arbitrio individual. Así lo exige el privilegio de la limitación de la responsabilidad del accionista⁴ y la conveniencia de proteger la ingente masa del ahorro que se canaliza hacia la inversión en forma de acciones de sociedad».

4. Considerar la responsabilidad limitada como un privilegio de origen estatal es erróneo, puesto que ni es gratuita ni la otorga el Estado, sino los contratantes. Las sociedades con responsabilidad limitada no serían viables si nadie estuviese dispuesto a contratar con ellas. Cuando así lo hacen, los agentes económicos valoran la limitación de responsabilidad y, en su caso, descuentan el coste que les ocasiona, o bien obligan a la sociedad a cubrir el riesgo adicional, con el consiguiente coste para ésta en garantías y/o control. En igualdad de condiciones, un acreedor, por ejemplo, cargará un tipo de interés más elevado a la empresa con menor responsabilidad. No se trata de ningún privilegio, puesto que la empresa ha de pagar por él.

y ello a pesar de que la precaria situación de supuesta carencia legal previa a la Ley no haya producido ningún deterioro notable en la práctica, milagro achacado por el legislador a la proverbial ética de los hombres de negocios españoles, ya que,

«si es justo reconocer que, a causa del ambiente de honestidad en que generalmente se desenvuelve la vida de los negocios en España, esta insólita libertad de que gozaron hasta hoy los fundadores y las mayorías de accionistas no ha producido graves escándalos, tampoco sería justo ni razonable empeñarse en mantener, frente al Derecho universal de la sociedad por acciones, un régimen de excepción que sólo puede producir frutos de inseguridad e incertidumbre en las relaciones jurídicas nacidas en torno a este tipo de sociedad.»

En resumen, sin que en la vida económica exista necesidad aparente de ello, se redacta una norma reguladora de la figura societaria con la finalidad de evitar delitos y proteger intereses presuntamente débiles. Es ajena esta perspectiva al objetivo de búsqueda de eficiencia expuesto previamente, que tenía su eje en la reducción del coste de las transacciones.

En la actualidad (Mayo, 1988), está pendiente de debate parlamentario la reforma de la normativa sobre sociedades, tanto para su adaptación a nuevas circunstancias como por la necesidad de armonizar nuestra legislación a las directivas de la Comunidad Económica Europea y corregir las deficiencias a que su aplicación parece haber dado lugar⁵.

Entre estas últimas señala Sánchez Calero:

«La necesidad de una información más amplia y veraz que la que se ofrece en la actualidad por las sociedades anónimas y otros medios de protección del pequeño accionista, una remodelación de los poderes de los distintos órganos sociales que se ajuste más a la realidad de los distintos supuestos, el poner freno a ciertos abusos de la utilización de la persona jurídica, una disciplina adecuada de los grupos de sociedades son, entre otras, cuestiones de las que ha de ocuparse la futura reforma. También lo es, el ofrecer un cierto régimen, especial en algunos aspectos, para las grandes sociedades cuyas acciones se cotizan en Bolsa» (1982, p. 171).

En este terreno, se corre el peligro de dar por válidos tópicos y lugares comunes, más por la fuerza de la costumbre que de la discusión razonada de sus fundamentos. Tomando como ejemplo el objetivo de transparencia informativa, se utiliza de modo implícito un supuesto de coste nulo de producción y divulgación de la información. No se tiene en cuenta que la mejor defensa del pequeño accionista es eliminar las trabas que impiden una mayor eficiencia del mercado de valores, ni que, aun dentro de un mercado ineficiente, aquél tiene mecanismos de defensa suficientes, como el abstenerse o protegerse a sí mismo mediante el descuento de la emisiones de valores que presenten un mayor riesgo de expropiación de los accionistas minoritarios.

5. Cuando se escriben estas líneas, se encuentra en el Congreso de los Diputados el Proyecto de ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la CEE en materia de sociedades. En adelante se hará referencia a dicho texto, comparándolo en ocasiones con su Anteproyecto, de similar denominación, en la versión aprobada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, de fecha 17 de junio de 1987.

No se considera, de igual modo, la garantía que proporciona la competencia, tanto entre las empresas emisoras de valores, dada la substitutividad de unos valores por otros, como entre las empresas especializadas en la producción de información que puede ser adquirida por el inversor. Se olvida también que muchas inequidades aparentes son situaciones donde la parte en alegada inferioridad ha resultado perjudicada por el desenlace de una incertidumbre cuyo coste esperado había sido descontado previamente a su contraprestación. Así, al igual que, por ejemplo, el prestamista se cubre a priori del riesgo de insolvencia, el accionista hace lo propio ante la posibilidad de explotación por la mayoría, cuando adquiere una participación minoritaria en una sociedad anónima. En suma, se presume que las partes son incapaces por sí mismas de controlar óptimamente los conflictos de objetivos que entre ellas existen, lo que aconseja su salvación por el legislador⁶.

La finalidad protectora de la legislación sobre sociedades es compartida desde posiciones críticas en otros aspectos de la reforma propuesta por el Gobierno. Así, en un informe del Circulo de Empresarios se puede leer que «la principal virtualidad del marco jurídico en que se mueve la empresa societaria es la armonización de intereses que en ella concurren y la debida protección a terceros de buena fe» (1988. p. 3).

En resumen, los objetivos de la regulación de sociedades y de su propuesta reforma se orientan a la protección de agentes económicos supuestamente indefensos. Cabe por ello considerarla desde un punto de vista normativo comprendida en el tercero de los bloques regulatorios definidos por Stigler (1975, p. 108-110), el referido a la corrección por el Estado de decisiones libres y supuestamente erróneas de los agentes económicos. Subyace a esa concepción, como allí se pone de relieve, el supuesto de que los agentes económicos producen y adquieren niveles subóptimos de información.

2.2. *Contenido de la reforma*

El objetivo del Proyecto de ley de reforma va más allá de una mera adaptación de la legislación española a las directivas comunitarias, pues acomete una reforma profunda aunque parcial de la misma. Las directivas que la nueva normativa ha de asumir son conocidas por su numeración, uno a ocho, con excepción de la quinta, no aprobada, y regulan los siguientes aspectos:

- Primera: publicidad, validez de los compromisos de las sociedades y nulidad de éstas;
- Segunda: constitución, mantenimiento y modificaciones del capital;
- Tercera: fusiones;

6. Conviene no olvidar la existencia de restricciones a la optimalidad. En otras palabras, la solución óptima no es, por prohibitivamente cara, aquélla que minimiza el conflicto, sino la que minimiza los costes totales que el conflicto ocasiona, incluyendo controles, garantías y pérdidas residuales motivadas por la posibilidad de comportamientos oportunistas.

- Cuarta: cuentas anuales;
- Quinta: estructura de las sociedades anónimas y poderes y obligaciones de sus órganos (no aprobada);
- Sexta: escisión;
- Séptima: cuentas consolidadas; y
- Octava: autorización de las personas encargadas del control legal de los documentos contables (que será objeto en España de legislación específica).

Entre las novedades normativas más importantes contenidas en el Proyecto de ley figuran las siguientes:

- Exigencia de un capital mínimo de diez millones de pesetas para las sociedades anónimas, lo que causaría el predominio de sociedades de responsabilidad limitada para pequeñas empresas (artículo 4)⁷.
- Introducción de las acciones sin derecho de voto, con preferencia en el cobro de dividendos (artículo 37).
- Se extiende la regulación contable y se establece la obligatoriedad de efectuar auditoría externa, excepto para las sociedades de menor dimensión (artículo 102 y siguientes). Se analiza esta regulación en Arruñada (1988b).
- Adaptación de las normas sobre fusión a la tercera Directiva de la CEE (artículos 142 y siguientes).
- Introducción de la figura de la escisión, por adaptación de la sexta Directiva (artículo 149).
- Regulación de otras garantías que la sociedad anónima ha de ofrecer a los accionistas y otros agentes de la realidad económica relativas a la autocartera (la nueva redacción del artículo 47 la permite hasta un diez por ciento, pero dejando sin efecto el uso de sus derechos políticos y obligando a su publicidad), el reparto de dividendos a cuenta, la integridad del capital social y la publicidad de actos sociales.
- Se establece un marco sancionador del incumplimiento de la nueva normativa, encomendándose dicha tarea a los Ministerios de Justicia y de Economía y Hacienda.
- En lo relativo a órganos de gobierno y representación, se reducen los porcentajes necesarios para establecer quórum de asistencia (del 50 al 25%, según el artículo 51), solicitar celebración de junta extraordinaria (del 10 al 5%, según el artículo 56⁸) y acordar variaciones estatutarias (de dos tercios al 50%,

7. La numeración del articulado hace referencia aquí no a la del Proyecto de ley, que contiene tan solo once artículos, cada uno de los cuales modifica secciones del Código de comercio y de leyes sobre sociedades anónimas y de responsabilidad limitada, sino al número de los artículos de cada uno de estos textos legales en la redacción propuesta en el Proyecto de ley. En este trabajo y salvo mención expresa en contra, los artículos citados son los de la ley de sociedades anónimas.

8. El límite del 10% podía ser rebajado por disposición estatutaria, en virtud del artículo 11, según Uría (1976a, p. 630).

según el artículo 58), por lo que se refiere a la junta de accionistas. Así mismo, se restringen las posibilidades de ejercer representación ya que la nueva redacción del artículo 60 obliga a que en el poder conste el orden del día de la junta y las instrucciones del representado, se facilita la impugnación de acuerdos sociales (artículos 67, 69 y 70) y se hace más riguroso el marco de responsabilidad de los administradores (79 y 80). Respecto a este último aspecto, será necesaria una conducta muy activa, para que un administrador no sea considerado responsable, no bastando con salvar el voto.

En este trabajo se trata fundamentalmente de la emisión de acciones sin voto y con voto plural y de representación y absentismo del accionista. En menor medida, se discute acerca del requisito de capital mínimo, el derecho de suscripción preferente y la protección de intereses minoritarios.

3. Acciones sin voto y con voto plural

3.1. *Introducción*

Una de las novedades más comentadas del Proyecto de ley es la introducción de las acciones sin derecho a voto. Se analizarán en esta sección dentro de una perspectiva más amplia: la de la libertad contractual de las partes para disociar diversas funciones del accionista convencional. Se examina la función económica de esa disociación, sobre la que se apoya el argumento favorable a abandonar al libre albedrío de las partes la posibilidad de efectuar innovaciones financieras que permitan alcanzar una división óptima de esas funciones. Por imperativo del artículo 39 de la vigente Ley de Sociedades Anónimas, tales funciones han venido siendo incorporadas de modo inseparable a un solo título, la acción común.

La existencia de una gran variedad de instrumentos financieros en los mercados más desarrollados y el análisis de su razón de ser económica justifican la promulgación de una legislación más permisiva. La regulación no ha de impedir el desarrollo de aquellos instrumentos de contratación privada que permiten repartir de manera óptima la asunción de las varias funciones del accionista, y ello aunque sólo sean de aplicación en casos particulares.

En primer lugar, conviene matizar el argumento de que en el pasado algunos de esos instrumentos, como las acciones de voto plural, hayan sido objeto de utilización abusiva. Habría de observarse si tras la prohibición no se siguen cometiendo los mismos o más abusos, si bien utilizando diferentes vías. Igualmente, han de considerarse los costes que, especialmente en términos de contratación impedida o encarecida supone la prohibición para aquellos contratantes de finalidad no fraudulenta. Por último, es preciso analizar el problema con un horizonte a largo plazo, dando un voto de confianza al desarrollo espontáneo de fórmulas contractuales equilibradas, capaces de expulsar por sí mismas la contratación fraudulenta.

El argumento favorable a la permisividad en materia de *ingeniería* contractual y financiera es aplicable en especial a los diversos tipos de acciones que, aún teniendo carácter de renta residual, presentan características especiales en cuanto a los derechos de control: acciones sin derecho a voto cualificado o plural.

La existencia de categorías de acciones con y sin derecho de voto o con diferente ponderación del mismo permite separar dos aspectos de la función del accionista. Las ventajas de la especialización hacen que ambos no estén necesariamente unidos en los mismos agentes económicos. La razón para ello reside, por un lado, en diferencias en la valoración subjetiva del control, como es el caso de ciertas empresas de tradición familiar. Por otro, se basan en la necesidad de incentivar a los directivos a invertir en capital humano específico a la empresa, limitando la competencia desde el mercado de control por sus puestos (DeAngelo y DeAngelo, 1985)⁹. Por último, la existencia de acciones sin derecho de voto facilita la obtención de capacidad financiera suficiente para diversificar la cartera de activos y eliminar el riesgo específico a una determinada empresa.

Es especialmente valiosa la posibilidad de separar tales funciones en aquellas situaciones en que la mayor parte de los accionistas no utiliza su derecho de voto, lo que indica que el valor del ejercicio del control es para ellos menor que los costes de ejercerlo. Es tal el caso cuando la propiedad de las acciones está distribuida en paquetes de pequeña cuantía relativa, frecuentemente depositados en entidades bancarias. Se defiende en una sección posterior que esta cesión del derecho de voto puede ser entendida como una solución de bajo coste para vender el derecho de control, obteniendo contraprestaciones en otras relaciones con el banco. La disponibilidad de acciones sin derecho a voto situaría al pequeño accionista en una mejor posición, al poder elegir entre adquirir acciones normales y ceder el voto o adquirir directamente acciones sin voto, escapando del callejón sin salida en que le situaría la venta explícita del voto (Easterbrook y Fischel, 1983, pág.411) o, por similares motivos, la venta implícita aquí indicada.

Las variaciones de los porcentajes de control y propiedad observadas por Partch y resumidas en la Tabla 5 apoyan la idea de que el motivo para emitir acciones con derechos limitados de voto es mantener el control sin que los accionistas que lo venían detentando hayan de desembolsar capital adicional.

9. Estos autores consideran que las empresas con clases de acciones de diferente poder político pueden ser entendidas mejor como una forma organizativa intermedia entre los casos extremos de la sociedad con acciones ampliamente diseminadas y cotización en el mercado de valores y la sociedad cuyo capital es controlado por sus administradores (pág. 61).

Tabla 1

Porcentajes medios de propiedad y votos controlados por *insiders* de sociedades antes y 21 meses después de emitir una clase de acciones con derechos limitados de voto

| | Antes | Después | Diferencia |
|-----------|-------|---------|------------|
| Propiedad | 48,6% | 43,7% | -4,9% |
| Votos | 48,6% | 58,6% | 10,0% |

Fuente: Partch (1987, pág. 320, Tabla 3)

Sus resultados rechazan también que la creación de títulos con derechos limitados de voto hiera los intereses de los accionistas. En dicha investigación se observa que el mercado recibe más positivamente las propuestas de emisión de acciones con derecho limitado de voto cuando los administradores controlan un mayor porcentaje de votos. Incluso en los casos en que su participación es suficiente para decidir por sí solos la emisión o no de los títulos (pág. 332).

Resta señalar, sobre el valor del derecho al voto, la estimación de Lease et al. de que las acciones con mayor derecho de voto únicamente gozan de una pequeña prima en el mercado sobre acciones gemelas excepto en lo relativo a sus poderes políticos (1983). Una explicación, aportada por DeAngelo y DeAngelo, reside en que la existencia en estas empresas de grupos sólidos de control convierte las diferencias de cotización en malos indicadores del valor de una posición de control (1985, pág. 56). Dodd y Warner presentan indicios sobre el valor positivo del voto en momentos previos a una elección contestada de consejeros (1983, págs. 428-431).

Es importante subrayar la importancia de la alienabilidad por separado de los derechos que las acciones incorporan, por ser la alineabilidad condición necesaria para que un derecho funcione con garantía de eficiencia en la asignación de recursos a través del mercado (Jensen y Meckling, 1986).

Las acciones ordinarias incorporan derechos de dos tipos: económicos y políticos. Los primeros otorgan la titularidad de los dividendos periódicos y la revalorización de las acciones. Los segundos permiten participar en la gestión de la sociedad con arreglo a las pautas convenidas. Derechos de un tercer tipo, que cabría denominar dispositiva, se refieren a la alienabilidad de los derechos anteriores.

Los derechos dispositivos tienen múltiples facetas: el derecho a vender la acción y con ella todos los derechos que lleva aparejados¹⁰ y la libertad para venderlos por separado, actualmente limitada en España al derecho de suscripción

10. Afectado negativamente por la suspensión de cotización bursátil, que en España acompaña habitualmente cualquier situación anormal. Lo más grave es que en las situaciones anormales es precisamente cuando los accionistas están más interesados en contratar las acciones, por ser en esos momentos cuando más se modifican las características de riesgo de los títulos.

preferente¹¹, y que limita los derechos de tipo político y económico, afectando, sobre todo, a la posibilidad de emitir acciones sin derecho a voto y con voto cualificado. Más en general, su importancia se extiende a las limitaciones existentes para efectuar contratos que especialicen la función de alguno de los derechos que incorporan los títulos o contratos admitidos por la ley. Por ejemplo, las acciones con dividendo fijo, definidas como de interés fijo en el lenguaje del Proyecto de ley, que las prohíbe en su artículo 36.2.

Los mercados financieros están asistiendo a una rápida especialización en cuanto a los títulos o instrumentos financieros empleados, de tal modo que cada vez es más frecuente la contratación separada de lo que anteriormente se comerciaba en bloque. Normas que impiden alienabilidad de los distintos derechos que incorpora la acción convencional se oponen a esta tendencia y representan un freno a la innovación financiera, haciendo imposible poner en práctica fórmulas contractuales que permiten satisfacer las demandas especializadas de las partes.

El diseño como bloque de derechos inseparables es habitualmente óptimo y responde a la lógica económica de reducir al mínimo los costes de control, vigilancia y despilfarro residual. Su optimalidad ha hecho de su utilización una pauta casi general, de donde la tendencia a percibir su existencia combinada como característica intrínseca de la sociedad por acciones. Sin embargo, la experiencia de otros mercados, donde florece la contratación de derechos parciales ha de hacernos pensar en la necesidad de que la legislación permita mayor libertad contractual en esta materia.

Argumento adicional en favor de la libertad contractual es el de que, la lógica económica termina imponiéndose. Desgraciadamente, en situaciones donde es impedida, lo hace al coste de derrochar recursos en actividades contrarregulatorias que consiguen aproximar la asignación de funciones al punto deseado por las partes. En el caso que nos ocupa, el accionista encuentra vías para superar estas barreras legales, transfiriendo de hecho a terceros parte de los derechos que incorpora la acción, mediante diversos cauces, como los siguientes¹².

- Cesión de los derechos políticos a las entidades depositarias de los títulos, con retribución implícita en servicios. Se discute esta posibilidad con mayor detalle en la sección 4.
- Participación en alguno de los diversos tipos de sociedades de inversión mobiliaria, con acciones de múltiples compañías en su cartera, y que ganan economías de escala en el ejercicio de los derechos políticos.

11. La contratación de los derechos de suscripción proporciona un excelente ejemplo de asignación eficiente alcanzada por la contratación libre y separada de uno de los derechos del accionista.

12. En rigor, bajo una situación de libertad normativa, se produciría algún tipo de equilibrio para cada caso concreto entre la solución consistente en contratar por separado los derechos de la acción y artificios como los citados en el texto. El problema es el típico entre la organización económica por el mercado (contratación separada) o por la empresa (bancos, fondos de inversión, etc.), en la línea argumental de Coase (1937) y Benston y Smith (1976).

- Como ejemplo de un instrumento reciente, sirva mencionar la utilización de sociedades con cotización bursátil y cuyo activo es la propiedad de acciones de una sola empresa. Al emitir dos tipos de acciones, permite separar los componentes retributivos a través de dividendos y crecimiento de las acciones de la sociedad no instrumental, introduciendo también un presunto y controvertido cambio en el ejercicio de los derechos políticos (Metz, 1984).

3.2. *El problema de elección en la venta de votos*

Easterbrook y Fischel argumentan que la prohibición de la venta de votos desligados de las acciones evita un problema importante de elección colectiva. Puesto que el accionista no espera que su decisión de venta haga variar el resultado de la elección, estaría dispuesto a vender por menos de la dilución esperada en el valor de la acción. Se entiende por dilución la disminución del valor de la empresa que inflige quien obtiene el control. Juzgan que la competencia entre compradores es incapaz de elevar suficientemente el precio del voto, por la probabilidad de cada comprador de no conseguir la mayoría necesaria para beneficiarse de esa dilución (1983, p. 411).

Este argumento es importante por ser de aplicación no sólo a la compraventa de votos¹³, sino también a otras desviaciones de la proporcionalidad estricta entre propiedad y voto, independientemente de la vía utilizada. Cabe hacer respecto al mismo varias consideraciones críticas.

En primer lugar, en un supuesto de venta definitiva del voto, éste no pierde todo su valor tras la primera elección¹⁴, excepto si la dilución hiciese desaparecer la sociedad. Es, por ello, discutible en qué grado la competencia entre compradores acercaría el precio del voto a dicha dilución esperada. Tampoco está claro que en ese caso los compradores fuesen indiferentes entre comprar votos o acciones (Cfr. Easterbrook y Fischel, 1983, p. 411), ya que la utilización de acciones añade riesgo y, posiblemente, aumenta los costes de transacción explícitos e implícitos (éstos sobre todo para el accionista vendedor). Sería necesario comparar tales costes de transacción, tarea para la que no parece especialmente cualificados los reguladores, por lo que la regulación del tema debería tener carácter positivo.

Por otra parte, en la ausencia de mecanismos eficientes de representación, la prohibición de la venta explícita del voto implica que éste no se utilice, aunque incurriendo posiblemente en la misma dilución¹⁵, o bien genera en la práctica un

13. La venta permanente de votos podría realizarse, a través, por ejemplo, de poderes irrevocables de representación (ilegalizados por el artículo 60 de la Ley de sociedades anónimas).

14. Como parecen reconocer los mismos autores cuando hacen depender el valor del voto de la probabilidad de participar en una coalición ganadora (1983, p. 406).

15. No está claro que la dilución varíe con el grado o la forma de la participación electoral. El que la reacción del mercado ante elecciones contestadas por puestos en el consejo de administración (*proxy fights*) sea independiente del resultado de la votación (Dodd y Warner, 1983), podría indicar que la dilución es independiente de qué equipo directivo asume el control.

proceso de venta a cambio de servicios implícitos (sobre todo a las entidades depositarias), con lo que el problema de contratación colectiva se mantiene.

El argumento de Eastervrook y Fischel olvida, adicionalmente, que los compradores de votos no sólo ofrecerían dinero. También habrían de presentar garantías sobre su actuación en el caso de resultar triunfadores. Estas garantías han de cubrir dos dimensiones: su calidad como administradores y su promesa acerca del grado de dilución que van a infligir a la sociedad en beneficio propio; y se efectuarían en forma de reputación comprometida, capital humano o social, cuyo valor esté ligado a su actuación en la sociedad.

Por último, el argumento, aunque fuese cierto, no determinaría que la ley haya de tener carácter imperativo en el área de la proporcionalidad y separabilidad de derechos económicos y políticos de la acción, ya que, aun en el caso más favorable, el regulador debería evaluar los costes de transacción de cada alternativa. Parece, además, especialmente imprudente establecer este tipo de prohibiciones ante unos mercados financieros en proceso de creciente especialización contractual.

En un tema relacionado, reconocen Grissman y Hart (1987) que la existencia de acciones con derecho de voto cualificado puede ser en el mejor interés de los accionistas cuando surgen *ex-ante*, en sociedades de nueva creación. Sin embargo, coherentemente con su planteamiento del problema de contratación colectiva o *free-rider* implícito en la existencia de participaciones accionarias de pequeña cuantía, consideran que deberían ser regulados los cambios *ex-post*; los de aquellas sociedades creadas con un solo tipo de acciones, en cuanto a derecho de voto, y que deciden, posteriormente a su constitución, emitir acciones con voto cualificado. La regulación habría de dar a los accionistas disidentes derecho a impugnar el cambio si demuestran haber sido dañados, aunque tal cambio haya sido decidido por una mayoría cualificada de la junta general de accionistas. Coincide este punto de vista con parte de la legislación mercantil decimonónica¹⁶.

3.3 Las acciones sin voto

En la actualidad, la posibilidad de emitir acciones sin derecho a voto, con o sin privilegios patrimoniales compensatorios, es impedida por el artículo 39 (§ 2º) de la vigente Ley de sociedades anónimas, pese a que estos títulos existen en la mayoría de los países de nuestro entorno cultural, y como consecuencia de una deficiente comprensión de su naturaleza, a la que no parecen ser del todo ajenos los redactores de la reforma legislativa en curso¹⁷. El Proyecto de ley de reforma per-

16. Véase Alborch (1977, pp. 203-204).

17. Véase, por ejemplo, el trabajo de M. Broseta (1987, pp. 459-465), ponente del órgano redactor del Anteproyecto.

mite, por el contrario y sin ser requerido a ello por la normativa comunitaria, la emisión de este tipo de acciones, reguladas en su artículo 37¹⁸.

Afortunadamente, ha desaparecido en el Proyecto de ley la restricción adicional que imponía el Anteproyecto, facultando para su emisión sólo a las sociedades cuyas acciones con voto cotizasen en Bolsa. Esta limitación subjetiva era criticada por impedir su utilización por sociedades controladas familiarmente, en las que, se arguye, son del mayor interés (Beltrán, 1987, p. 150). Respondía posiblemente esa limitación a un voluntarismo apriorístico de que las acciones sin voto tengan como clientela al pequeño accionista de grandes sociedades, no interesado en la gestión de éstas.

No ha tenido la misma suerte, por cuanto que es mantenida en el Proyecto de ley, la limitación de la cuantía de las acciones sin voto al cincuenta por ciento del capital. Esta restricción carece de otra justificación que no sea el impedir la existencia de sociedades con una mayoría de fondos propios en forma de acciones sin voto. No se percibe ninguna razón por la que se haya de privar a los accionistas del derecho a decidir por sí mismos dicha cuestión. Adicionalmente, el objetivo en ocasiones postulado para las acciones sin voto, reconocer el absentismo del accionista, resulta así artificialmente dificultado.

Por último, el proyecto de ley establece los derechos de estas acciones: percibir un dividendo preferente del cinco por cien como mínimo¹⁹, más el que corresponda a las acciones ordinarias, prelación sobre las acciones ordinarias en caso de liquidación o reducción del capital y suscripción preferente.

Es criticable el que imperativamente las acciones sin voto hayan de tener estos derechos adicionales, sin que los estatutos puedan disponer lo contrario. Si bien, en general, las acciones sin voto tienen, *ceteris paribus*, menor valor que las acciones con voto²⁰, carece de sentido la pretensión de equilibrar el valor de ambos tipos de acciones.

18. El redactor del Proyecto de ley proporciona una muestra de la confusión sobre el papel real del Estado en esta materia cuando afirma que la introducción de acciones sin voto tiene como razón fundamental la de «constituir un nuevo mecanismo de financiación de las sociedades» (Punto VII de la Exposición de Motivos). Podría pensarse que más bien son las partes y no el Estado quien decide qué formas de contratación son más adecuadas. El Estado se limita a permitir las o prohibirlas. De lo contrario, se corre el riesgo de atribuir al Estado el invento de las acciones sin voto, tras haber impedido su existencia durante tantos años.

19. Algunas referencias de prensa indican que en las discusiones previas a su entrada en el Congreso, se consideró la posibilidad de elevar este dividendo mínimo al 7,5% (*Expansión*, 18 de marzo de 1988).

20. No es cierto, como a veces se manifiesta, que las acciones con mayor poder político valgan siempre más que las normales. Lease et al. proveen evidencia de acciones que son sistemáticamente valoradas por el mercado con una prima sobre acciones gemelas de la misma empresa pero dotadas de voto cualificado. Se produce esta anomalía sistemática en aquellos casos en que ambas coexisten con acciones preferentes con derecho a voto. En su opinión este hecho indica la existencia no sólo de beneficios en el ejercicio del control societario, sino también de costes. En semejante situación, tales costes exceden los beneficios, por estar diluido el valor incremental del control societario (1983, p. 452 y 467-468).

Comentarios como los siguientes:

«La primera ventaja patrimonial ofrecida a los accionistas sin voto (art. 38.2 del Ant.), que significa, además, la contraprestación de la privación de esa facultad, es el derecho a un *dividendo anual preferente, de carácter acumulable*» (Beltrán, 1987, P. 154, énfasis en el original).

«Mas ¿cómo se compensa a estos accionistas por los derechos que pierden? En primer lugar, se les compensa porque se reconoce un dividendo anual preferente que el Anteproyecto fija que, como mínimo, ha de ser de un cinco por cien» (Broseta, 1987, p. 462-463).

ignoran la posibilidad de que el accionista sea compensado del modo en que efectivamente lo es en la práctica: mediante una reducción del precio que paga por las acciones cuando éstas carecen de derecho a voto.

En mercados menos reglamentarios es común emitir estas acciones con algún tipo de compensación equilibradora, pero su diseño es asignado a la libertad de la sociedad, lo que permite una mayor adecuación a las necesidades concretas de cada caso. Puede verse, al respecto, la variedad de combinaciones presentadas en la muestra en que se basa el estudio de Partch (1987, pp. 318-319).

No conviene olvidar que las acciones se venden en un mercado libre y es éste el encargado de valorarlas, ponderando toda la información disponible y los derechos que proporcione cada título. Puesto que el cumplimiento de las condiciones establecidas en el Proyecto de ley no garantiza en modo alguno que las acciones tengan el mismo valor²¹, no existen razones para constreñir a priori la fórmula contractual entre la sociedad y sus accionistas sin voto, ni para impedir que puedan ser emitidas acciones sin voto carentes de derechos preferenciales²².

En resumen, estos requisitos deberían tener carácter dispositivo, de modo que los accionistas pudieran discernir hasta qué punto la pérdida de flexibilidad que supone emitir los títulos siguiendo el estándar legal, se compensa o no con las ventajas de una mayor especialización.

3.4. Las acciones de voto plural

Se denomina aquí acciones de voto plural a todas aquellas que infringen el principio de proporcionalidad entre capital y derecho de voto. En la actualidad, su creación está prohibida de forma expresa por el artículo 38 (§ 2) de la vigente Ley de sociedades anónimas, lo que priva a los accionistas de un mecanismo adecuado

21. Cabe imaginar que la existencia de un único precio para las acciones con y sin derecho de voto podría reducir costes de información. Sin embargo, ello sería posible únicamente para un momento en el tiempo, ya que, al modificarse la situación y el entorno de la empresa, la valoración relativa de los derechos diferenciales que incorporan ambos tipos de acciones provocaría una diferencia de precio.

22. El artículo 36.2 del Proyecto de ley prohíbe también la creación de acciones con derecho a percibir un interés fijo, lo cual no era exigido por la adaptación a la normativa comunitaria (Broseta, 1987, p. 458). Se elimina así la posibilidad de emitir el tipo más frecuente de acciones preferentes, si por interés se interpreta el dividendo fijo, pero discrecional, que caracteriza estos títulos.

para la disociación voluntaria de sus funciones de control y asunción de riesgos. De modo similar, reincidiendo en la incomprensión de este instrumento de especialización financiera, el artículo 36.2 del Proyecto de ley de reforma de las sociedades mercantiles declara que:

«No es válida la creación de acciones... de voto plural, ni la de aquéllas que de forma directa o indirecta alternen la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho a voto o el derecho de suscripción preferente».

Las razones empleadas para descalificar las acciones de voto plural hasta el punto en que hayan de ser prohibidas de forma absoluta por la ley, sin dejar su emisión al criterio de los accionistas son múltiples:

«En contra de esas acciones se alega que tienen el grave defecto de permitir el dominio de las sociedades sin que sus tenedores arriesguen en la empresa el capital correspondiente al poder que ejercitan; que el voto privilegiado es un arma al servicio de las oligarquías financieras para el control y el dominio de las empresas; y sobre todo se han esgrimido fundamentalmente argumentos de carácter práctico basados en la desfavorable experiencia recogida a los pocos años de ser empleados esos títulos en grandes masas» (Uría, 1976a, pp. 436-437).

pero reposan en una supuesta incompetencia de los accionistas para tomar decisiones y excluirlas por disposición estatutaria excepto en aquellos casos en los que tienen, como demuestra su existencia en los países donde son toleradas (incluida España, hasta 1951), una misión que cumplir²³.

La evidencia histórica proporciona un argumento favorable a las acciones de voto plural, cuando es interpretada a la luz de la teoría financiera moderna. Este tipo de acciones alcanzó gran desarrollo en la primera postguerra europea de este siglo. Se suele citar como explicación la devaluación de las monedas europeas y la necesidad de dar entrada a capitales extranjeros sin desprenderse del control de las sociedades (Alborch, 1977, pp. 202-203).

Si bien tales notas describen la situación, no explican porqué es necesaria esa fórmula contractual y no alguna de las alternativas, como la asunción del control por los empresarios extranjeros o la financiación vía endeudamiento. En tales situaciones, es eficiente para las partes repartir desigualmente los derechos políticos, pero manteniendo la proporcionalidad en los económicos. Ello permite a los accionistas con menor control beneficiarse de posibles estrategias empresariales arriesgadas, sin que se despilfarre el capital humano específico a la empresa del que están dotados sus accionistas controladores.

Visto desde la perspectiva del mercado de control empresarial, tales empresas valen más, evidentemente, si son dirigidas por sus actuales equipos directivos, carentes no obstante de los fondos necesarios para ampliar el capital y acometer las inversiones imprescindibles para adaptarlas a la nueva situación postbélica. El endeudamiento no parece ser viable como fuente alternativa de financiación, debi-

23. La bolsa de Nueva York se ha visto, tras una larga oposición, más o menos obligada a tolerar primero y permitir más tarde que sociedades con cotización en la misma emitan acciones con diferentes derechos de voto (*The Wall Street Journal*, 7 de julio de 1986, p. 2).

do a que los conflictos de intereses entre accionistas y acreedores son exacerbados por la delicada situación de la sociedad, encareciendo la contratación²⁴.

Una explicación de las razones que podría situar en esa situación a las empresas europeas de postguerra (así como a las sujetas a reconversión en la actualidad, tema discutido más adelante) puede apoyarse en la teoría explicativa del nivel de endeudamiento, formulada por Myers (1977). Según este autor, el endeudamiento es tanto más adecuado cuanto mayor es el peso relativo de los activos tangibles en el valor de la empresa, por contraposición a las oportunidades de crecimiento u opciones reales, mucho más afectadas por los problemas que genera el conflicto de objetivos, especialmente el de subinversión. Las empresas en situación crítica que aquí se tratan disponen de una proporción hipotéticamente más elevada de estas opciones reales, por lo que no es óptimo un mayor endeudamiento.

Una situación similar la plantean los procesos de reconversión industrial. Las leyes españolas sobre el tema establecen una excepción para las sociedades en reconversión, a las que permite, si tienen cotización bursátil, emitir nuevas acciones con un valor nominal inferior, con derecho de suscripción preferente para los antiguos accionistas (artículos 10.2 del Real Decreto Ley 8/1983 y de la Ley 27/1984, de reconversión y reindustrialización), lo que entra dentro de los supuestos jurídicos de voto plural indirecto (Uría, 976a, p. 439). Sirve esta normativa para poner de relieve el freno que a una contratación eficiente supone la existencia de normas torpemente reglamentarias, que sólo con fortuna pueden llegar a ser satisfactorias para situaciones contractuales típicas, haciendo necesaria en épocas de rápidos cambios económicos la adaptación continua de la normativa general con el fin de contemplar situaciones especiales.

El problema, y la necesidad de establecer la mencionada excepción, se deriva de que, en virtud del artículo 36 de la Ley de sociedades «no podrán ser emitidas las acciones por una cifra inferior a su valor nominal», precepto mantenido en el artículo 33.2 del Proyecto de reforma. Esta prohibición priva a las sociedades de la posibilidad de emitir acciones cuando la cotización es inferior al valor nominal. Es consecuencia de la aberrante interpretación jurídica del capital nominal como garantía de acreedores, pese a ser en la práctica completamente irrelevante a tales efectos. La siguiente cita ejemplifica la argumentación jurídica sobre el tema:

«En la práctica las emisiones de acciones por debajo de la par vienen produciéndose precisamente en las ampliaciones de capital, con el propósito de favorecer la suscripción de nuevos capitales concediendo un estímulo a los futuros accionistas. Se dice, y la afirmación no carece de algún fundamento, que esa práctica tiene su razón de ser especialmente cuando las acciones ordinarias se coticen por debajo de su va-

24. Las fuentes de conflicto se refieren a que los accionistas tienen incentivos para incrementar dividendos, diluir la deuda, sustituir activos (incrementando la varianza del valor de la empresa, incluso aunque ese valor disminuya) y realizar niveles subóptimos de inversión (Smith y Warner, 1979, p.176). Véase también Jensen y Meckling (1976, pp. 333-343).

lor nominal, porque entonces emitiendo a la par se crearía una desigualdad entre los accionistas antiguos y los nuevos que hace difícil la suscripción de las acciones. *Pero esas razones de carácter financiero no tienen peso suficiente para contrarrestar el peligro que siempre implican los capitales ficticios, y de ahí que la prohibición legal esté justificada»* (Uría, 1976, p. 419, énfasis añadido).

Se cometen varios errores en esta línea argumental, de graves consecuencias, puesto que esas «razones de carácter financiero» a las que se niega importancia implican una pérdida social, al impedir formas de contratación libre que no perjudican a las partes, conocedoras de la situación de la sociedad, como lo pone de manifiesto el que sus acciones coticen por debajo de la par, y, sin embargo, pueden en muchas situaciones salvar su supervivencia, lo que hace necesario el levantamiento de la prohibición legal en casos de crisis económica generalizada. Evidentemente, este régimen excepcional aminora los costes de una normativa defectuosa, pero no los elimina, por existir retrasos y no ser de aplicación en situaciones de menor gravedad o fuera de los periodos en que está vigente.

Debería tenerse en cuenta que la garantía de los acreedores no es perjudicada, sino aumentada, por todo aumento de capital, con independencia de si éste se realiza por debajo o por encima de la par. Lo que garantiza a los acreedores es el valor de mercado de la sociedad y no su valor contable ni, mucho menos, su valor nominal. La cifra de capital nominal es la única enteramente ficticia, excepto en el momento de la constitución de la sociedad.

4. La representación de los accionistas

4.1 Consideraciones generales

Los análisis de las secciones precedentes hacen recomendable la tolerancia legal respecto a la creación de instrumentos financieros por las sociedades, diseñados para el control de problemas específicos. De igual modo, la normativa sobre sociedades habría de permitir, adoptando una posición dispositiva, la existencia de formas diversas de contratación en lo relativo al ejercicio de los derechos democráticos por parte del accionista, la renovación de consejeros y otros aspectos relacionados. Se comentan estos temas seguidamente, para hacer hincapié a continuación en el supuesto problema conocido como «absentismo del accionista».

Antes de comentar la normativa, es necesario comparar su importancia respecto a las demás vías de control de los conflictos de intereses en que se mueve la sociedad anónima y, en particular, los existentes entre accionistas y directivos o administradores. Es preciso no olvidar el papel fundamental que representan los mecanismos de mercado, en particular el doble juego de los mercados de valores y de empresas (Arruñada, 1988). Para las sociedades con cotización bursátil, el voto más efectivo es una decisión de compra o de venta. La eficacia de esta vía para controlar conflictos de intereses es posiblemente muy superior al ejercicio de de-

rechos políticos y a cualquier reglamentación protectora. Aventaja igualmente a ambos instrumentos de control en lo económico de su funcionamiento²⁵. La actuación del Estado, de acuerdo con esta base, debería ir preferentemente dirigida a facilitar, o al menos no entorpecer, el desarrollo de los mercados en que el derecho a la alienabilidad de la acción pueda ser ejercido por el accionista²⁶. Son contrarias a ese objetivo las regulaciones que han venido a monopolizar y encarecer el funcionamiento del mercado de valores y a impedir la existencia de un mercado de empresas.

4.2. Representación y absentismo del accionista

Es frecuente achacar a una legislación sobre sociedades a la que se presume deficiente²⁷ la proliferación de prácticas supuestamente nocivas en cuanto a la representación de los accionistas en la junta general. Ello a pesar de que la normativa vigente (principalmente el artículo 60 de la Ley) tiene una tendencia claramente restrictiva (Uría, 1976b, p. 675), ya que no es posible delegar con carácter general o permanente, ni hacerlo en persona jurídica, y los estatutos pueden suprimir el derecho de representación.

Suele ser criticada con especial ímpetu la cesión de derechos de representación a bancos depositarios de los títulos. Respecto a esto, conviene partir de unas bases objetivas de naturaleza económica para el análisis de la supuesta inequidad en que se ve envuelto el pequeño accionista, como se hace más adelante.

Lejos de considerar la realidad económica en que se desenvuelve el fenómeno de la representación, buena parte de la literatura sobre este tema suele, por el contrario, achacar el absentismo al marco legal. Se habla así de que la actual Ley de sociedades lo favorece, a pesar de que la participación directa de la entidades depositarias en las juntas está prohibida por el artículo 60, que en su §2 excluye como

25. Fundado en esta idea, puede criticarse a la normativa el que regule dos entidades, sociedades con y sin cotización bursátil, con muy diferentes mecanismos de control del conflicto de intereses entre administradores y accionistas. Cabe aventurar que este hecho obedece a una deficiente percepción por el regulador y la doctrina jurídica de los mecanismos de control ejercidos por la actuación de los mercados.

26. Ese sería el modo más eficaz de protegerle. En rigor, considerando que a largo plazo el comportamiento oportunístico es anticipado, lo que se protege es la forma societaria de organización económica.

27. Considera Zapatero (1985) que la posibilidad legal de que los estatutos sociales exijan un número mínimo de votos para asistir a la junta general, unido a la posibilidad de agregar votos y ejercer los derechos políticos por representación, dan lugar a una situación de desigualdad en la que los votos del pequeño accionista son comprados con obsequios y prima de asistencia, «lo que permite en muchos casos el nombramiento de un miembro del Consejo de Administración, sin ser siquiera accionista de la sociedad de que se trate» (p. 655), con lo que sus intereses son menoscabados, ya que, según alega, las vías procesales contempladas por la Ley para exigir responsabilidades a los administradores son impracticables, por ser el inversor «ignorante de los entresijos de la sociedad» (p. 656).

representante a las personas jurídicas y a las personas físicas que sean representantes de personas jurídicas. Como señala Uría:

«Son limitaciones que, sin duda, han sido establecidas por el legislador español con el propósito de restringir el uso de los poderes en blanco que se vienen otorgando a los Bancos por clientes depositantes de acciones» (1976b, p. 678).

El mismo autor reconoce que:

«no es cosa fácil atajar sus efectos y, en cualquier caso, la disposición de nuestra ley no ha conseguido impedir que los Bancos u otras instituciones de crédito voten indirectamente las acciones de la clientela confiando las autorizaciones recibidas en blanco a personas que no ostenten en la junta la representación del propio Banco cuando éste sea accionista» (p. 679),

por lo que la norma, al no tomar medidas más fuertes, como exigir poder notarial especial para cada junta, sólo consigue «enturbiar el sistema de representación sin ningún resultado práctico apreciable» (p. 679). La evolución doctrinal, camina en otra dirección, ya que:

«las tradicionales reservas que mereció el ejercicio de la representación en junta por determinadas personas o instituciones, parecen ir cediendo paso a un criterio permisivo más amplio en orden a la condición del representante; criterio fundado en la idea de que las corruptelas generadas por el desinterés del accionista en su participación en las decisiones sociales se corregirá mejor haciéndole sentirse realmente representado que restringiendo los cauces de representación» (p. 681).

El Proyecto de ley de reforma intenta atacar el problema en dos frentes: legalizando las acciones sin voto y restringiendo los derechos del accionista a delegar su representación en junta. Respecto al primero de ellos, en su Exposición de Motivos (Punto VII) se afirma que:

«Uno de los problemas en la realidad de las sociedades anónimas consiste en el absentismo en las juntas generales. Por ello se ha considerado la utilidad de permitir la emisión de acciones sin voto. Esta razón, y fundamentalmente la de constituir un nuevo mecanismo de financiación de las sociedades explica la introducción de las acciones sin voto en el texto legal»

Si bien, por un lado, el hacer posible la emisión de acciones sin voto facilitará una más eficiente distribución de las funciones de control y asunción de riesgos entre grandes y pequeños accionistas, su limitación a la mitad del capital social establece una carga injustificada al logro de dicha eficiencia. No se corresponde dicho límite con la realidad de un buen número de las grandes sociedades españolas, en que la participación del accionariado se cree mucho menor.

Por otra parte, el Proyecto de ley establece requisitos adicionales para la representación del accionista. El actual artículo 60.3 de la Ley exige que la representación se otorgue por escrito y para cada junta. A estas condiciones, se añade que el documento de representación incorpore el orden del día y las instrucciones del representado.

Ha sido discutida además la inclusión o no en el Proyecto de ley de las siguientes medidas limitadoras de la discrecionalidad del accionista en cuanto a la delegación de sus derechos políticos:

- limitar al 10% el capital que podrán representar los administradores en la junta general de accionistas²⁸;
- impedir la representación por personas dependientes de la sociedad a ningún nivel; y
- limitar al uno por cien el capital social que podría representar cada persona física.

Esta línea de reglamentación de las posibilidades representativas restringe los derechos del accionista, al que priva del derecho a ceder o enajenar separadamente de la acción el derecho de control societario incorporado a ésta. Probablemente, actuará por ello en sentido contrario al deseado, haciendo más costosa la representación y encareciendo también, en última instancia, la propia forma societaria de organización económica.

Adicionalmente, al extenderse el ámbito de la ley a valores emitidos con anterioridad, se modifican los derechos adquiridos al realizar la compra de las acciones bajo la ley objeto de la reforma. El que estos accionistas pierdan o ganen con la nueva norma depende de si el ejercicio del control se encarece o abarata, considerando todos los costes, tanto explícitos como implícitos, del mismo.

4.3. *Análisis económico del absentismo del accionista*

En lo que sigue se defiende que el absentismo obedece a una lógica económica optimizante, sobre la cual la normativa legal tiene, relativamente, escasa importancia. El ejercicio de los derechos políticos es costoso, tanto en términos de información como de asistencia. Los costes principales en que incurre el accionista cuando ejercita su derecho a participar en la junta son el coste de asistencia y los de obtener y procesar información para el ejercicio del voto. El coste de asistencia viene determinado por la prohibición implícita del voto por correo, al exigir la Ley la presencia física del accionista o de su representante (artículo 48). Su desglose en términos de tiempo y traslado permite observar la introducción de sesgos, al afectar de forma distinta a diferentes grupos de accionistas. Así, el primero favorece a los accionistas con bajo coste de oportunidad del tiempo, mientras que los residentes en la misma ciudad que la sociedad incurren así mismo en un menor coste de ejercicio del derecho de voto²⁹.

En cuanto a los beneficios, la compensación del ejercicio democrático es, presumiblemente, un mejor control de los administradores. Es necesario distinguir a este respecto entre el beneficio individual de cada accionista y el beneficio colectivo de todos ellos. Como destacan Easterbrook y Fischel, se plantea en las socieda-

28. Véase *Expansión* (18 de marzo de 1988).

29. Estas variables condicionan el coste de control, de modo que sociedades pequeñas y de ámbito regional tienen a cotizar preferentemente en mercados también regionales.

des anónimas el clásico problema de elección colectiva propio de los sistemas democráticos. Los votantes no esperan que su voto decida y, por ello carecen de incentivos para informarse y votar (1983, p. 402). Los accionistas se beneficiarían de la concurrencia de todos ellos a la junta, aunque individualmente sea óptimo no acudir a la misma. Para el pequeño accionista el beneficio de su asistencia es nulo, al no hacer diferencia su voto. No cabe argüir que la regulación pública trata de resolver este problema ya que la normativa no contempla la posibilidad de sancionar al accionista ausente de las juntas³⁰.

Considerando esta relación de costes y beneficios, el sistema por el que los bancos depositarios representan de hecho a los accionistas, pudiera bien proporcionar una división de funciones no menos eficiente que el imprevisible equilibrio postregulatorio que depare el ajuste a la nueva normativa. Los accionistas, para quienes el voto carece prácticamente de valor³¹, ceden su derecho a un banco. No lo hacen gratuitamente, como se suele suponer, implícitamente. Por el contrario, esta cesión pasa a formar parte del conjunto de flujos de signo positivo y negativo que configuran la relación banco-cliente, obteniendo éste último contraprestaciones implícitas a su cesión. Estas tomarán formas diversas: mejor servicio, comisiones de custodia inferiores al coste, más favorables tipos de interés, etc. El fenómeno es similar a la retribución mediante servicios gratuitos de depósitos bancarios de escaso saldo medio.

Vista de esta forma, la cesión es mutuamente beneficiosa. El accionista-cliente se desprende de un derecho cuyo ejercicio no le hubiera reportado más que costes. A cambio, obtiene un trato más favorable en otros aspectos de su relación bancaria. El banco, por esas condiciones preferenciales, recibe la posibilidad de agregar derechos de vigilancia sobre equipos de administradores empresariales. Para esta tarea, la banca tiene una importante ventaja comparativa sobre otros agentes económicos, ya que como subproducto de su actividad intermediadora, obtiene información utilizable para el desempeño eficiente de esas actividades de control.

En la medida en que los argumentos aquí defendidos se ajusten a la realidad, es posible realizar varias predicciones. Primero, si la regulación de la cesión se hiciese más restrictiva del derecho de voto, se privaría a los accionistas de una posibilidad de controlar a los administradores, de modo indirecto pero eficiente, sobre todo cuando se tienen en cuenta los costes de información. La propia forma de organización societaria sufriría, entonces, al ser dificultada la solución de los conflictos de intereses propios de la misma.

30. Sí lo contempló en algún tiempo parte de la doctrina jurídica, según refiere Uría (1976b, p. 655).

31. Prueba adicional, aunque de naturaleza circunstancial, la proporcionan los fracasos de las asociaciones de accionistas, lo que ha de conducir a pensar que, o bien éstos consideran sus derechos suficientemente cubiertos, o bien el coste de participar en esas asociaciones no compensa los beneficios esperados de ello. A este respecto caben la asociación de accionistas recientemente fundada en los Estados Unidos por T. Boone Pickens, el conocido protagonista del mercado de empresas norteamericano, y la asociación de pequeños accionistas (ASEPA), nacida en España años atrás.

Segundo, en caso de que se prohíba con efectividad la venta del derecho de voto, es probable una elevación de las comisiones de custodia, compra y venta de valores, supuestamente inferiores hoy a su coste, así como un mayor protagonismo de otros métodos de control de empresas, que resultarán relativamente más baratos, por haber sido encarecido el control indirecto por medio de la banca.

Tercero, es probable la invención de nuevos mecanismos de venta implícita del derecho de voto, mediante los cuales estos derechos, como ocurre con todo recurso escaso, terminen en manos de aquellos agentes económicos que los valoran en mayor medida. Estos serán aquellos especialistas que puedan llevar a cabo la vigilancia de los equipos directivos con un coste menor del que incurriría la masa de accionistas³².

Finalmente, en el período inmediato posterior a la entrada en vigor de una norma por la que se impidiese la cesión a la banca del derecho de voto, y siempre que los demás factores no sufriesen modificación, se resquebrajaría el actual equilibrio de poder dentro de las sociedades. No va a disminuir el absentismo por privar al accionista de la posibilidad de ceder o vender satisfactoriamente su derecho de voto a quién más lo valora, ya que la mayoría de los accionistas carecen de incentivos para incurrir en los costes que el ejercicio del voto conlleva. En esas condiciones, es previsible que disminuya el control ejercido por los accionistas sobre los administradores.

Esto es así porque los accionistas, privados de la posibilidad de control indirecto, se abstendrían en mayor medida, midiendo su absentismo en porcentaje del capital representado en las juntas. Ese desequilibrio tiene el efecto de una transferencia de riqueza de los accionistas a los administradores. Esta transferencia se produciría una sola vez, ya que, con el paso del tiempo, nuevos mecanismos contractuales privados serían desarrollados, dentro del nuevo marco legal, para tener en cuenta las menores posibilidades de control indirecto, entre ellas las dirigidas a abaratar el ejercicio del control directo.

4.4. *El voto por correo*

La puesta en práctica de mecanismos que faciliten el ejercicio del control por parte del accionista, principalmente la posibilidad de voto por correo, reduce los costes del ejercicio de los derechos democráticos del accionista, y tiene de este modo una influencia importante sobre la efectividad del control de los equipos directivos por parte del accionariado. Ello es especialmente válido en aquellos casos en que éste se encuentra disperso en paquetes de pequeña cuantía, ya que los costes fijos que conlleva la presencia física en la junta han de repartirse entre un número pequeño de acciones.

32. No es cierto, en contra de lo que a menudo se afirma (Cfr., por ejemplo, Alborch, 1977, p. 68), que los administradores y grandes accionistas se benefician del absentismo. El Análisis Económico elemental revela que ese beneficio sólo será tal si la actividad de control se ejerce en situación no competitiva.

No parecen relevantes los argumentos esgrimidos en contra del voto por correo, tanto los basados en cuestiones de principio como de viabilidad³³. Respecto a los primeros, parecen prestar más atención a la forma que a lo sustantivo del control accionario. Los segundos son cada vez menos importantes en una sociedad democrática en la cual el voto en el supuesto de que tales argumentos gozasen de la importancia que en ocasiones se les atribuye y aquí se les niega, sería aconsejable dejar abierta a los estatutos sociales la posibilidad de que los accionistas opten por poner en práctica dicho mecanismo para ejercer sus derechos democráticos.

La actual Ley de sociedades anónimas exige la asistencia o representación por persona física en la junta general como condición para el ejercicio del voto (artículo 48 y siguientes), substrayendo el tema a la libertad contractual de los accionistas. Se encarece así el ejercicio del derecho de voto y se favorece a los grandes accionistas, ya que, al encarecerlo relativamente más para los pequeños, se fomenta el absentismo de éstos. El Proyecto de ley no modifica lo establecido al respecto en la legislación vigente, por lo cual el voto por correo seguirá siendo inviable.

4.5. *La renovación de consejeros*

La Ley de sociedades anónimas en su original artículo 71.º2, que no corrige el Proyecto de ley, establece la obligatoriedad de un procedimiento de representación proporcional para la elección de consejeros. Este procedimiento, de escasa trascendencia práctica por los problemas que entraña su aplicación (Garrigues, 1976, p. 47-58), pretende dar entrada en el consejo a las minorías que reúnan un número de votos superior al resultado de dividir el capital social entre el número de consejeros. Intentaba la Ley prohibir la elección por un sistema mayoritario, en favor de cuya idoneidad habla su doble dominio: en el terreno del Derecho comparado y en la práctica, bajo aquellos marcos normativos que confieren a las partes libertad en este punto (Garrigues, 1976, pp. 42-46).

El sistema proporcional presenta graves inconvenientes, al poner en peligro el funcionamiento del consejo. Obviamente, puede convertirse en un instrumento de explotación de la mayoría por parte de la minoría, que haría en última instancia inviable la sociedad. Easterbrook y Fischel comentan, con respecto al voto acumulativo³⁴, fórmula también favorable a la proporcionalidad, que dificulta cambios en el control y hace más probable la manifestación de preferencias contrapuestas en el consejo, por lo que incrementa la probabilidad de que se tomen decisiones ilógicas o inconsistentes (1983, pp. 409-410).

33. Cfr. Alborch (1977, pp. 170-172).

34. Fórmula de renovación del consejo de administración, empleada en los Estados Unidos, en la que cada acción tiene un voto por cada puesto a elegir, de modo que el accionista puede agregarlos para una de las vacantes en el consejo, que son votadas conjuntamente (Dodd y Warner, 1983, pp. 403-404). Facilita el acceso parcial al mismo de grupos minoritarios y tiene por ello similar finalidad protectora de los intereses minoritarios.

Sea cual sea la fórmula empleada, la presencia de minorías puede tener consecuencias positivas cuando, existiendo un grupo disidente en confrontación con el equipo directivo en el poder, ambos pugnan en la junta general por una representación en el consejo (*proxy fights*). Dodd y Warner (1983) consideran el voto acumulativo una de las causas de la corrección de rumbo directivo y consiguiente elevación del valor de la empresa que resulta en estos casos, aunque los aspirantes no logren mayoría en el consejo.

Por otro lado, el artículo 73, §1º, de la Ley, en línea con los usos y costumbres estatutarias previos a la misma, hace obligatoria la renovación escalonada del consejo, sin que su redacción sea modificada en el Proyecto de ley de reforma.

La renovación escalonada de consejos (*staggered-term board*) puede retrasar la asunción efectiva del control por un nuevo grupo mayoritario de accionistas, por lo que viene siendo empleado como defensa contra posibles absorciones indeseadas³⁵.

No obstante, carece de efectividad en el caso español, ya que la junta de accionistas es en todo momento soberana para separar a los consejeros (art. 75). La doctrina jurídica distingue en este punto entre dos figuras distintas: la renovación, que ha de ser escalonada conforme al artículo 73, y la separación, que depende de la libre voluntad de la junta (Garrigues, 1976, pp. 113-114).

5. Otros temas normativos

5.1. La exigencia de capital mínimo

El Proyecto de ley recoge lo dispuesto por el artículo 6 de la segunda Directiva comunitaria que establece una cifra de capital social mínimo, intentando reservar la figura de sociedad anónima para grandes empresas, y dentro de una concepción del capital social como garantía de acreedores³⁶. Las sociedades anónimas de nueva creación han de estar dotadas con un capital mínimo de diez millones de pesetas (artículo 4). Así mismo, se obliga a las preexistentes a la ley y que tengan un capital inferior a aumentar el mismo hasta dicha cifra o bien transformarse en sociedades de responsabilidad limitada (sujetas a un capital mínimo de

35. Sobre su utilización como medida defensiva en el mercado de empresas puede verse el artículo de DeAngelo y Rice (1983, pp. 330-331). Con alguna de las fórmulas empleadas, se requieren varios años para la renovación total del consejo de administración, con lo cual un accionista mayoritario no gana inmediatamente representación mayoritaria en el mismo.

36. Quintana comenta sobre este punto, señalando la crisis en que se encuentra esa idea. Apunta que la ley de sociedades del Estado de California no emplea en su articulado conceptos como capital, reservas, o valor nominal, «sirviéndose exclusivamente de conceptos materiales, concretamente conceptos matemático-financieros tomados de los principios contables generalmente aceptados» (1987, pp. 106-107).

medio millón) en un plazo de tres años (D.T.3). En otro caso, quedarían disueltas de pleno derecho. La sociedad de responsabilidad limitada se convertiría así en el tipo básico de sociedad mercantil española, ya que se estima en un 80% el número de las sociedades anónimas españolas con capital inferior a diez millones (Quintana, 1987, p. 108)³⁷.

Si bien la introducción de esta restricción normativa viene condicionada por la norma comunitaria, el Proyecto de ley escude sustancialmente el límite comunitario (25000 ECUs), por lo que su finalidad en este punto no es tanto la adaptación normativa como reservar la figura de sociedad anónima para empresas de mayor tamaño.

La conversión de las sociedades anónimas pequeñas en sociedades de responsabilidad limitada ocasionaría costes elevados. Los más visibles son «los aranceles de Notario y Registrador y las minutas de letrado» (Quintana, p. 108), toda vez que en el Proyecto de ley se exime de impuestos a todos los actos y documentos necesarios para adaptar sociedades preexistentes (D.T.4).

Otros costes pueden ser menos obvios, pero más importantes. Toda clasificación coactiva basada en la dimensión adolece de que ésta depende de la unidad de medida empleada, y, además, obligará a algunas empresas a utilizar figuras jurídicas no adecuadas a sus necesidades³⁸, o, alternativamente, dotarse de medios de capital en exceso. En ambos casos, tienden a derrocharse recursos.

Por todo ello, y dado que el coste de la transformación del estatuto jurídico no parece depender de la dimensión de cada sociedad, quizá sea preferible que, por ser menores en número, sólo las sociedades anónimas de gran tamaño se sometan a algún cambio. Podrían convertirse en sociedades anónimas especiales. Alternativamente, las sociedades podrían quedar sujetas a diferentes obligaciones a partir de cierta dimensión o condición. Por ejemplo, cabe introducir dos cifras de capital mínimo: alrededor de los cuatro millones de pesetas impuestos por la segunda directiva comunitaria para las sociedades que no hagan llamada al ahorro público, y de una cifra superior para las que sí recurran al mismo, como defiende Quintana (1987, p. 111)³⁹.

37. Como referencia adicional, el capital medio de las sociedades creadas en España en 1987 fue de 5.736.059 Pts. para las sociedades anónimas y de 1.930.690 Pts. para las de responsabilidad limitada (*Cinco Días*, 18 de abril de 1988, pp. 1 y 5).

38. Reguladas, además, por una normativa defectuosa, si se considera la opinión que merecen a J.M. Otero tanto la actual Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada como su reforma por el Anteproyecto, mantenida ésta en el Proyecto de ley (1987).

39. Por otra parte, no parece probable que la limitación a diez millones desanime la creación de sociedades anónimas por parte de pequeñas empresas, como bien reconoce la doctrina suiza, según Quintana (1987, p. 110).

5.2 *La responsabilidad en las sociedades unipersonales*

Ha sido eliminado en el Proyecto de ley el artículo 13 del Anteproyecto, según el cual «el accionista único responderá ilimitadamente de las deudas sociales, en la medida en que el patrimonio social sea insuficiente para satisfacerlas». Este tema parece haber sido uno de los principales puntos de discordia interministerial suscitados por el Anteproyecto⁴⁰. En una primera redacción se establecía la responsabilidad solidaria del accionista único para el caso de quiebra, ante el temor de consecuencias negativas para las inversiones de empresas multinacionales y de problemas jurídicos para el Instituto Nacional de Industria. Adicionalmente, se discutió si esa responsabilidad habría de establecerse con carácter general, como se defendía en la primera versión del Anteproyecto, o sólo para los casos de quiebra fraudulenta.

Era de esperar que el precepto por el cual las sociedades anónimas o de responsabilidad limitada de accionista único tuviesen responsabilidad ilimitada alcanzarse en todo caso escasa virtualidad práctica. De lo contrario, se hubiera privado al empresario individual de una posibilidad de tener acceso a las ventajas de la limitación de responsabilidad sin perder cierto grado de control sobre la empresa, lo que forzaría decisiones subóptimas de inversión. Ello podría haber agravado aún más una de las consecuencias más negativas del actual ordenamiento jurídico.

La supresión del citado artículo 13 sintoniza con la evolución previsible del Derecho comunitario, si se tiene en cuenta que la duodécima directiva de la CEE, aprobada por la Comisión Europea en marzo de 1988 (aunque no por su Consejo de Ministros) introduce una forma societaria individual con responsabilidad limitada⁴¹.

5.3 *El derecho de suscripción preferente*

El derecho de suscripción preferente, por el cual al accionista ha de serle ofrecida la suscripción de las ampliaciones de capital, forma parte de los derechos mínimos de la acción en la actual Ley de sociedades anónimas, (artículo 39, §2º y artículo 92). Su introducción en la Ley siguió en su día la práctica estatutaria general (Uría, 1976a, p. 451), si bien la Ley limita la libre disposición de las partes y se aparta de lo normal en el Derecho comparado al establecer el derecho de suscripción preferente de modo inseparable o sustancial de la calidad de socio (Uría, 1976a, pp. 451-452), de modo que ni por disposición estatutaria ni por decisión de la junta general puede privarse (que no ser privado) el accionista del mismo, aunque en este punto existan voces discrepantes en la doctrina jurídica, al parecer mi-

40. Véase *Expansión* (18 de marzo de 1988) y *Cinco Días* (18 de marzo de 1988, p. 5).

41. Véase *Cinco Días* (4 de marzo de 1988).

noritarias. Caben algunas excepciones, no contempladas explícitamente por la LSA, «por ser radicalmente incompatible con las exigencias peculiares de la operación de aumento de capital que da lugar a la emisión de las acciones» (Uría, 1976a, p.454): fusión por absorción, conversión de obligaciones en acciones, y aportaciones no dinerarias.

El derecho de suscripción preferente es mantenido en el Proyecto de ley de reforma como uno de los derechos mínimos de la acción (artículo 34.3.b). El artículo 95 regula su ejercicio, mientras el artículo 96 establece el procedimiento por el que la junta general puede decidir la supresión total o parcial del mismo. La regulación prevista en el Anteproyecto y mantenida en el Proyecto de ley «flexibiliza notablemente» el «rigor con que el artículo 92 de la LSA... configura el derecho de suscripción preferente» (De la Cuesta, 1987, p. 190). El artículo 96.2 establece la inexistencia del derecho en las ampliaciones con contrapartida no dineraria, conversión de obligaciones y absorción, a las que el Proyecto de ley ha venido añadir el supuesto de absorción parcial.

Tal flexibilización es del todo encomiable, al permitir que los accionistas decidan libremente qué fórmulas contractuales les resultan más beneficiosas, en lugar de ser constreñidos a utilizar derechos de suscripción en las ampliaciones de capital. Ha de tenerse en cuenta que la existencia de un derecho indeclinable de suscripción preferente supone una limitación al derecho de propiedad del accionista. En concreto, elimina su derecho a la divisibilidad del conjunto de derechos de que es titular en cuanto propietario.

Es necesario tener presentes al respecto los costes relativos de cada posibilidad alternativa de emisión de acciones. Los estudios para Estados Unidos, donde en muchas sociedades los accionistas han declinado su derecho de suscripción preferente, concluyen que los costes de una emisión a través de derechos son inferiores a los de una emisión efectuada a través de un banco de inversiones que se hace cargo provisionalmente del paquete emitido (Smith, 1977). Ello en modo alguno quiere decir que la emisión mediante derechos sea más barata que sus alternativas. El motivo es que existe un obvio sesgo de selección, en el sentido de que ambas muestras de empresas pueden haber elegido la opción emisora más barata, por ser más adecuada a sus características. En conclusión, empresas en situaciones distintas tienen medios diferentes de emitir capital de modo que resulte óptimo para sus accionistas. Por ello, la Ley ha de dar libertad para que éstos, democráticamente, puedan ceder sus derechos de suscripción preferencial, tanto de modo general como específico: para todas las ampliaciones o sólo para una determinada⁴².

42. El marco, en este punto restrictivo, creado por la *Companies Act* inglesa de 1980, ha originado dificultades a las multinacionales inglesas al intentar emitir acciones en mercados extranjeros (*The Economist*, 1987a). Es de interés señalar como, al menos en este caso, parecen ser los grandes inversores los más beneficiados por la normativa.

5.4. Protección de intereses minoritarios

La protección legal del accionista minoritario ha de situarse idealmente en un punto de equilibrio. En él han de existir vías jurídicas económicamente efectivas por los que éste pueda defenderse de situaciones de expropiación por el grupo mayoritario. Pero esos mecanismos no han de paralizar las decisiones mayoritarias, lo que hace necesario alcanzar dicho equilibrio. En caso contrario, los intereses minoritarios tendrían un poder de bloqueo semejante al de la mayoría y, en última instancia, la propia existencia de sociedades con grupos minoritarios sería puesta en peligro.

Siendo importante en este punto el aspecto jurídico, quizá lo es más el judicial, en el sentido de que los costes de litigación, directos e indirectos, limitan las posibilidades contractuales. Si esto es cierto, no sólo disminuyen notablemente las posibilidades de transformación voluntarista mediante ejercicios de ingeniería jurídica. Además, parece aconsejable dejar en mayor medida al arbitrio de los participantes la elección de aquellas formas contractuales que mejor se ajusten a sus intereses y a la situación judicial.

Se sugiere que tanto un alto grado de detalle regulatorio como la restricción legal de la contratación libre entre las partes incentivan la resolución de conflictos por la vía judicial, al hacer más difícil el desarrollo de la tecnología de contratación privada capaz de mantener la solución de conflictos fuera de dicho ámbito judicial. En este orden de ideas, es peligrosa la *traducción* a nuestro país de legislación y formas regulatorias de las relaciones económicas que están pensadas para países con sistemas judiciales que imponen menores costes de utilización a las partes.

Una medida del grado en que los intereses de los accionistas minoritarios pueden estar protegidos por el sistema legal la proporciona la evidencia norteamericana, en la que, ni aun en los casos en que un equipo directivo con mayoría de acciones decide adquirir las del grupo minoritario, resultan perjudicados los intereses de éste (DeAngelo et al., 1984), lo cual contradice las argumentaciones de expropiación con las que se intenta, en ocasiones, la prohibición de tales transacciones.

Sobre este tema, tanto el legislador como la doctrina jurídica parecen ignorar elementos básicos sobre el funcionamiento del tráfico comercial. Por un lado, los sujetos económicos tienen frecuentemente un fuerte interés egoísta que les lleva a comportarse de forma que no exploten la parte supuestamente débil, ya sea accionista minoritario, cliente o acreedor. En concreto, la necesidad de realizar transacciones de forma continuada hace que esas prácticas expoliadoras sean un recurso infrecuente en el tráfico mercantil.

No obstante, cabría argüir la necesidad de evitar el que se utilice, aunque sea infrecuentemente, la figura societaria, en el caso que aquí se discute, para llevar a cabo esas expropiaciones. Como ante toda limitación a la libertad contractual, sería necesario estimar su eficiencia, lo que requiere medir no sólo el valor de la re-

ducción de comportamientos indeseables que ocasiona, sino también los costes que provoca, sobre todo por las limitaciones que impone a aquellas empresas que en ningún caso hubieran incurrido en el tipo de conducta que se busca evitar.

6. Bibliografía

- ALBORCH BATALLER, C., *El derecho de voto del accionista (Supuestos especiales)*, Tecnos, Madrid, 1977.
- ALCHIAN, A. A. y H. DENSETZ, «Production, Information Costs, and Economic Organization», *American Economic Review*, nº5, 1972.
- ALCHIAN, A., «Uncertainty, Evolution, and Economic Theory», *Journal of Political Economy*, Vol. 58, 1950, pp. 211-221.
- ALONSO UREBA, A., J. M. CHICO ORTIZ y F. LUCAS FERNANDEZ, (coordinadores), *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Civitas, Madrid, 1987.
- ANDERSON, A. G., «Conflicts of Interest: Efficiency, Fairness and Corporate Structure», *U.C.L.A. Law Review*, 1978.
- ANTEPROYECTO DE LEY de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la CEE en materia de sociedades (17 de junio de 1987), *Suplemento al Boletín de Información del Ministerio de Justicia*, 5 de octubre de 1987.
- ARRUÑADA, B., «Tiburones y sanguijuelas en la Plaza de la Lealtad», ICE, nº2123, 29 de febrero al 6 de marzo, 1988a, pp. 771-772.
- ARRUÑADA, B., Mercado de empresas y regulación de sociedades, *Mimeo*, Universidad de Oviedo 1988b.
- BELTRAN, E., «Las acciones sin voto», en A. ROJO, (ed), *La reforma de la Ley de sociedades anónimas*, Civitas, Madrid, 1987, pp. 771-772.
- BENSTON, G.J. y C.W. SMITH, Jr., «A Transactions Cost Approach to the Theory of financial Intermediation», *The Journal of Finance*, Vol. 31, nº2, mayo, 1976, pp. 215-231.
- BROSETA PONT, M., «Acciones: Clases y régimen jurídico», en A. ALONSO UREBA, J.M. CHICO ORTIZ y F.LUCAS FERNANDEZ, (coordinadores), *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Civitas, Madrid, 1987, pp. 451-472.
- CINCO DIAS, «El Ministerio de Justicia ha retirado el actual Anteproyecto de sociedades anónimas», 18 de marzo de 1988, p.5.
- CINCO DIAS, «En 1987 se fundaron en España 39800 sociedades mercantiles», 18 de abril de 1988, pp. 1 y 5.
- CINCO DIAS, «Proyecto de sociedad individual con responsabilidad limitada», 4 de marzo de 1988.
- CIRCULO DE EMPRESARIOS, *Consideraciones sobre el Anteproyecto de Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la CEE en materia de sociedades*, Madrid, 25 de abril de 1988.
- COASE, R.H., »The nature of the Firm», *Economica*, noviembre, 1937. Traducido al castellano en J. A. CUERVO, M. ORTIGUEIRA y A. S. SUAREZ, *Lecturas de Introducción a la Economía de la Empresa*, Pirámide, Madrid, 1979, y en *Información Comercial Española*, enero, 1980.
- COMUNIDAD ECONOMICA EUROPEA, «Propuesta modificada de V directriz: Estructura de las sociedades anónimas», en *Directrices de Derecho de Sociedades y de Bolsa*, Ediciones del Instituto de Censores de Cuentas de España, Madrid, 1985, pp. 101-146.
- CUESTA, J.M. DE LA, «El aumento y reducción del capital social», en A. ROJO, (ed), *La reforma de la Ley de sociedades anónimas*, Civitas, Madrid, 1987, pp. 173-223.
- DeANGELO, H. y E. M. RICE, «Antitakeover Charter Admendments and Stockholder Wealth», *Journal of Financial Economics*, 11, 1983, pp. 329-360.

- DeANGELO, H. y L. DeANGELO, «Managerial Ownership of Voting Rights: A study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock», *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, 1985, pp. 33-69.
- DeANGELO, H., L. DeANGELO Y E.M. RICE, «Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth», *The Journal of Law and Economics*, Vol. 27, octubre 1984, pp. 367-401.
- DOODD, P. y J.B. WARNER, «On Corporate Government: A Study of Proxy Contests», *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, 1983, pp. 401-438.
- DODD, P. y R. LEFTWICH, «The Market for Corporate Charters: "Unhealthy Competition" vs. Federal Regulation», *Journal of Business*, Vol. 53, nº3, julio, 1980.
- EASTERBROOK, F.H. y D.R. FISCHER, «Voting in Corporate Law», *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, 1983, pp. 395-427.
- EXPANSION, «Anteproyecto de Ley mercantil», 18 de marzo de 1988.
- FAMA, E.F. y M.C. JENSEN, «Agency Theory and Residual Claims», *Journal of Law and Economics*, junio, 1983a.
- FAMA, E.F. Y M.C. JENSEN, «Separation of Ownership and Control», *The Journal of Law and Economics*, JUNIO, 1983b.
- FAMA, E.F., «Agency Problems and the Theory of the Firm», *Journal of Political Economy*, abril, 1980. Traducido al castellano en *Información Comercial Española*, julio, 1984.
- FERNANDEZ DE LA GANDARA, L., «Problemas político-jurídicos de la armonización societaria desde la perspectiva de los ordenamientos nacionales», en A. ALONSO UREBA, J.M. CHICO ORTIZ y F. LUCAS FERNANDEZ, (coordinadores), *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Civitas, Madrid, 1987, pp. 35-60.
- GARRIGUES, J. (M. OLIVENCIA), «Organos de la sociedad. Sección segunda: De los administradores», en J. GARRIGUES y R.URIA, *Comentario a la Ley de sociedades anónimas*, Madrid, 1976, pp. 9-224.
- GARRIGUES J. y R. URIA, *Comentario a la Ley de sociedades anónimas, (Tercera edición. Revisada, corregida y puesta al día por A. MENEDEZ Y M. OLIVENCIA)*, Madrid, 1976
- GROSSMAN, S.J. y O.H. HART, «One share/One Vote and the Market for Corporate Control», *Mimeo*, Organizations and Market Workshop, Simon School of Business Administration, University of Rochester, abril, 1987.
- JENSEN, M.C. y W.H. MECKLING, «Knowledge, Control and Organizational Structure», *Seminar on Analysis and Ideology*, Interlaken, 1984 (Versión revisada: University of Rochester, 1986).
- JENSEN, M.C. y W.H. MECKLING «Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, octubre, 1976.
- LEASE, R.C., J.J. MCCONNELL y W.H. MIKKELSON, «The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations», *Journal of Financial Economics*, abril, 1983.
- LEY 27/84, de 26 de julio, de reconversión y reindustrialización, *Boletín Oficial del Estado*, 28 de julio, 1984.
- LEY de 17 de julio de 1951, de régimen jurídico de las sociedades anónimas, *Boletín Oficial del Estado*, nº 218, de 18 de julio de 1951; corrección de errores en *Boletín Oficial del Estado*, 28 de julio, 1984.
- MENEDEZ MENEDEZ, A., «Introducción», en A. ALONSO UREBA, J.M. CHICO ORTIZ y F. LUCAS FERNANDEZ, (coordinadores), *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Civitas, Madrid, 1987, pp. 19-33.
- METZ, T., «Tiny Firm's Novel New Security Arouses Concern of several Major Corporations», *The Wall Street Journal*, 29 de marzo de 1984, p.2.
- MYERS, S., «Determinants of Corporate Borrowing», *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, 1977, pp. 147-175.
- OTERO, J.M., «Sociedad anónima y sociedad de responsabilidad limitada», en A. ROJO, (ed), *La reforma de la Ley de sociedades anónimas*, Civitas, Madrid, 1987, pp. 407-421.
- PARTCH, M.M., «The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth», *Journal of Financial Economics*, Vol. 18, 1987, pp. 313-339.
- POLINSKY, A.M., *An Introduction to Law and Economics*, Little, Brown and Company, Boston, 1983.

- POSNER, R.A. y K.E. SCOTT (eds), *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, Little, Brown and Company, Boston, 1980.
- POSNER, R.A., «The Rights of Creditors of Affiliated Corporations», *University of Chicago Law Review*, 1976, pp. 499-526.
- PROYECTO DE LEY de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la Comunidad Económica Europea (CEE) en materia de sociedades, *Boletín Oficial de las Cortes Generales, Congreso de los Diputados*, Serie A, Proyectos de Ley, 22 de abril de 1988, nº 80-1.
- QUINTANA, I., «El capital social», en A. ROJO, (ed), *La reforma de la Ley de sociedades anónimas*, Civitas, Madrid, 1987, pp. 105-122.
- REAL DECRETO LEY 8/83, de 30 de noviembre, de reconversión y reindustrialización, *Boletín Oficial del Estado*, 3 de diciembre, 1983.
- ROJO, A., (ed), *La reforma de la Ley de sociedades anónimas*, Civitas, Madrid, 1987.
- SANCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, 11ª ed., Editoriales de Derecho Reunidas, Madrid, 1982.
- SMITH, C.W. y J.B. WARNER, «On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants», *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, junio, 1979, pp. 117-161.
- SMITH, C.W., Jr., «Alternative Methods of Raising Capital: Rights versus Underwritten Offerings», *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, nº3, diciembre, 1977, pp. 273-307.
- STIGLER, G.J., «The Economics' Tradicional Theory of the Economic Funcions of the State», en *The Citizen and the State*, The University of Chicago Press, Chicago, 1975, pp. 102-113.
- THE ECONOMIST*, «Pre-emption Rights, A Right to Buy, a Right to Manage», 25 de abril-1 de mayo, 1987a, pp. 76-77.
- THE WALL STREET JOURNAL*, «Big Board Agrees to Let Companies List More than One Class of Stock», 7 de julio de 1986, p. 2.
- URIA, R. (A. MENENDEZ), «Acciones», en J. GARRIGUES y R. URIA, tomo I, *Comentario a la Ley de sociedades anónimas*, Madrid, 1976a, pp. 375-548.
- URIA, R. (A. MENENDEZ), «Organos de la sociedad. Sección primera: De la Junta General», en J. GARRIGUES y R. URIA, tomo I, *Comentario a la Ley de sociedades anónimas*, Madrid, 1976b, pp. 551-786.
- URIA, R., *Derecho mercantil*, 13ª ed., Madrid, 1985.
- WINTER, R.K. «State Law, Shraeholder Protection, and the Theory of the Corporation», *Journal of Legal Studies*, 1977, pp.251-292.
- ZAPATERO, F., «Jugadores de ventaja en la Bolsa: Los «insiders» en la regulación española», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol 14, nº48, 1985, pp. 647-660.