

Activismo accionarial, *Hedge Funds* y el artículo 161 de la LSC

Maribel Sáez Lacave

Universidad Autónoma de Madrid.

Abstract*

El activismo accionarial es el desarrollo más novedoso del gobierno corporativo en las empresas cotizadas. La literatura económica y jurídica más atenta ha estudiado en profundidad su importancia y el papel que juegan los hedge funds en sociedades cotizadas en entornos de capital disperso. Construyendo sobre esa base, este trabajo se propone indagar la intervención de los inversores institucionales y hedge funds en países como el nuestro, con alta concentración de capital. La visión más extendida es que la dispersión de capital es una condición previa para el activismo accionarial. Pero también es sabido que el derecho, y en particular, el derecho de sociedades, puede contribuir a mejorar las condiciones que faciliten la entrada de activistas y equiparlos con herramientas eficaces para aumentar la supervisión y la rendición de cuentas de los socios de control. En la última parte del trabajo se tratará de reconsiderar el art. 161 LSC conforme a estas coordenadas en sociedades cotizadas.

Shareholders' activism is the newest thing in corporate governance. Economic and legal literature have given a comprehensive account of the importance of shareholder activism and the role that hedge funds play in listed firms basically in jurisdictions with widely held firms. Built upon this literature, this paper addresses the matter of the engagement of institutional investors and hedge funds in a jurisdiction like Spain, with a prevalence of concentrated capital structures. The common view has been that capital dispersion is a precondition for activist engagement. Nevertheless, law matters. A friendlier jurisdiction towards activists and with good tools to empower shareholders might increase monitoring and accountability of controlling shareholders. The last part of the paper tries to rethink the art. 161 LSC in order to make it work for listed firms.

Title: Shareholder activism, hedge funds, and the art. 161 LSC

Keywords: shareholder activism, shareholders' instructions, institutional investors.

Palabras clave: activismo accionarial, instrucciones de la junta, inversores institucionales.

* La autora quiere agradecer los comentarios y la asistencia de Fernando Gómez Pomar, y María Gutiérrez, además de las pertinentes observaciones de los referees. Quisiera asimismo expresar mi agradecimiento a Idoia Elizalde por la ayuda prestada en relación con la edición del texto. Naturalmente, los errores son sólo míos. Este trabajo ha contado con la financiación del proyecto de investigación del Ministerio de Educación y Ciencia "GOBIERNO CORPORATIVO: EL PAPEL DE LOS SOCIOS", (REF. DER2014-55416-P).

Sumario

1. Introducción y planteamiento del trabajo: el activismo accionarial en el contexto de las sociedades cotizadas	4
1.1 Las claves del nuevo activismo	5
1.2 La importancia del entorno jurídico e institucional	8
1.3 Activismo y concentración de capital	10
1.4 Plan del trabajo	11
2. Anatomía del activismo	12
2.1 Accionistas significativos, insiders y outsiders: ¿quiénes son los activistas?	12
2.2 Diferencias entre los fondos activistas y otros inversores institucionales en cuanto a la supervisión de los insiders	14
3. ¿Cómo se practica el activismo accionarial?	17
3.1 La voz	19
3.1.2. Los costes del activismo a través de la voz	21
3.1.2. El papel de la regulación legal para facilitar la voz de los inversores	25
3.2. La salida	27
3.3. La litigación	28
4. Características y estrategias de los hedge funds como paradigma de los inversores activistas	28
4.1. El modelo de negocio de los hedge funds	29
4.2. La típica hoja de ruta de los fondos activistas	32
4.2.1. La inversión: la adquisición de la participación	33
4.2.2. Las operaciones y estrategias de los activistas	36
4.2.3. Guía para influir en el gobierno sin tener el control.	37
4.3. El fantasma del cortoplacismo.	40
5. Activistas y empresas controladas	43
6. Los determinantes legales del activismo empresarial en sociedades españolas.	45
6.1. La influencia societaria en España y sus vías de penetración	45
6.2. Las claves del art. 161 LSC como mecanismo de influencia societaria	47
6.2.1. Racionalidad y operatividad de la regla	47
6.2.1. a La regla como mecanismos de gestión	51
6.2.1. b La regla como mecanismos de control y disciplina	51
6.2.2 Las limitaciones del análisis dogmático o tipológico	52
6.2.2. a Relevancia de la regla para las sociedades cotizadas	54
6.2.2. b Relevancia de la regla para los socios de control	57
6.2.3 Costes y beneficios del empoderamiento accionarial	58
6.2.4. Instrucciones de la junta y estructura de propiedad	63
6.2.4.a Instrucciones de la junta en sociedades con socios de control	63
6.2.4.b Instrucciones de la junta, activistas e inversores institucionales.	64
6.2.5. Tipos de decisiones afectadas	65
6.2.5.a Instrucciones de la junta respecto a decisiones empresariales.	65
6.2.5.b Instrucciones de la junta respecto al gobierno corporativo	66
6.2.6. La confrontación: la campaña activista a través del art. 161 LSC	67
6.2.6. a La ratio del art 236 LSC en conexión con el art. 161 LSC	68

6.2.6. b Los deberes fiduciarios de los administradores que sigan instrucciones de la junta	69
7. Conclusiones	73
8. Bibliografía	74

1. Introducción y planteamiento del trabajo: el activismo accionarial en el contexto de las sociedades cotizadas

En este trabajo me propongo reflexionar sobre el papel que pueden jugar los inversores institucionales y, en particular, la categoría de los *hedge funds*, como inversores activos que influyen en el gobierno de las sociedades cotizadas españolas. No es ningún secreto que el activismo accionarial es uno de los nuevos mantras del gobierno corporativo en el mundo occidental, y a pesar de sus detractores, que los tiene y, además, persistentes², parece que ha venido para quedarse. En particular, se trataría de indagar los resortes que nuestro ordenamiento jurídico pone a disposición de estos inversores para intervenir en las sociedades, poniendo el foco en el régimen de instrucciones de la junta a los administradores *ex art.* 161 LSC.

La idea que subyace al activismo accionarial es que la implicación de los socios en los asuntos sociales puede contribuir a que se vean aminorados los conflictos de agencia que aquejan a las sociedades cotizadas y con ello, se maximice el valor de la empresa³. Es, en definitiva, otra vuelta de tuerca a un asunto que no es en absoluto novedoso, el llamado "empoderamiento" de los accionistas en las sociedades cotizadas, una cuestión que entre nosotros se ha bautizado desde antiguo como la "revitalización" de la junta de accionistas⁴. Con todo, no conviene perder de vista que el activismo del siglo XXI se mueve en unas coordenadas bien distintas de las que nos eran familiares. Lo que se engloba hoy bajo el término activismo puede comprender actividades bien distintas, con el denominador común de ser promovidas por inversores institucionales. También conviene percatarse de que se trata de una tendencia global, como lo atestigua la producción académica al respecto, pero cuyos resultados varían en función de las condiciones de propiedad y del entorno legal de cada país y cada mercado.

² Un sector de la literatura ha resaltado los peligros del activismo accionarial. Una línea de argumentación tradicional, pero que coge aire tras la crisis financiera, llama la atención sobre el riesgo de que los accionistas primen políticas cortoplacistas, frente al crecimiento sostenido en el largo plazo: STOUT (2012, 63-73); BAINBRIDGE (2006, pp. 1744-51); BRATTON and WACHTER (2010, pp. 653-54 y 657-59). También se han resaltado los costes de la toma de decisiones por parte de los socios, que reduce las ventajas de la especialización y puede abocar a implementar políticas equivocadas, v. GOSHEN and SQUIRE (2017). En contra, v. BEBCHUK (2013).

³ BEBCHUK (2005).

⁴ RODRIGUEZ ARTIGAS (2006, pp. 55-82); SÁNCHEZ CALERO (2006, pp. 9-36). GARRIDO GARCÍA (2002).

1.1 Las claves del nuevo activismo

La idea de que los inversores institucionales pueden jugar un papel clave en el activismo accionarial no es nueva. Desde los años 90 del pasado siglo se ha afirmado que inversores institucionales tales como fondos de pensiones e inversión generalistas, podrían solventar los problemas de información y de coordinación que aquejaban a los pequeños inversores y reducir los costes de agencia en estas sociedades. Entonces se vaticinaba que los inversores institucionales, al concentrar las acciones dispersas en manos de muchos pequeños inversores, iniciarían una era de activismo societario que cambiaría sustancialmente el gobierno de las sociedades. Según pasaba el tiempo, sin embargo, las altas expectativas puestas en estos inversores se fueron desvaneciendo. Los inversores institucionales no parecían tener interés alguno en convertirse en accionistas activos, ni en involucrarse en el gobierno de las sociedades⁵.

¿Qué es lo que ha cambiado entonces? Han sido los propios inversores institucionales quienes –propiciados por transformaciones en el mercado- se han renovado. Dos circunstancias se han combinado. La primera es que la propiedad dispersa de las sociedades se ha ido concentrando sustancialmente en manos de fondos de inversión. La segunda es que han hecho su aparición inversores expertos en activismo –*hedge funds* y *private equity funds*- que han alterado la demografía de los inversores. Aunque el conjunto de inversores institucionales sigue practicando poco el activismo, los *hedge funds* y los *private equity funds* con frecuencia basan toda su estrategia de inversión en el activismo.

a) Lo primero que conviene advertir es que el vaticinio respecto a la concentración del capital en manos de los inversores institucionales sí se ha cumplido: los inversores institucionales son ahora legión, y han conquistado el lugar que hasta hace bien poco ocupaban los pequeños inversores. En los últimos años, los pequeños inversores parece que han optado por ajustarse a la consigna, bien acreditada en el entorno académico, de invertir de modo pasivo y diversificado. Es una estrategia más rentable –en términos de retorno esperados- a la alternativa de colocar el capital disponible en una sola empresa e involucrarse activamente en la misma⁶. El crecimiento exponencial de los fondos de inversión así lo atestigua. A través de los intermediarios financieros, las funciones de ahorro y de inversión, que tradicionalmente han ido a la par, han terminado disgregándose. Los profesionales en inversiones compiten para captar el dinero de los

⁵ BRATTON (2007); BLACK (1990).

⁶ GILSON and GORDON (2013, pp. 884-886), explican el triunfo de la *portfolio theory*, la diversificación de la cartera de valores, como una de las claves. La otra que apuntan es específica del mercado de valores americano, y tiene que ver con cambios en la estructura de negocio de los fondos de pensiones que ha provocado que sean más permeables a los intereses de sus representados. Esto explicaría que los fondos de pensiones americanos, al evolucionar los planes de pensiones de un sistema de beneficio a otro de contribución, sean más participativos y hayan puesto en valor el interés del accionista, v. GELTER (2013).

ahorradores, con el fin de procurarles el mayor rendimiento de los fondos que les confían, lo que les ha llevado a convertirse en gestores de capital de notable eficiencia.

Por eso, ya no cabe duda de que el activismo accionario es cosa de inversores sofisticados, no de pequeños inversores. Por muy sorprendente que parezca, y a pesar de los avances tecnológicos y societarios, como es el caso del voto electrónico, los pequeños inversores permanecen apáticos e inactivos en la era del activismo accionario. En cambio, los inversores institucionales han ido aumentando su peso en las sociedades cotizadas en los últimos 30 años. Los datos son elocuentes. En USA, en 1950 el 6.1 por ciento de las acciones estaban en manos de los inversores institucionales, y en 2006, la cifra asciende al 60%⁷. En Europa, los datos fluctúan entre el casi 80% en Reino Unido, 20% en Italia, 30% en Alemania, y 60% en Francia⁸.

La mayor concentración en la inversión ha rebajado los costes de coordinación, lo que sin duda facilita el activismo, pero no necesariamente se traduce en el vaticinado despegue del activismo accionario⁹. La realidad es a veces tozuda: el grueso de los inversores institucionales, hasta hace bien poco, o no votaban, o si se les imponía la obligación legal de votar, como sucede en algunos ordenamientos, lo hacían acríticamente a favor de las propuestas lideradas por los administradores¹⁰. De ahí que las esperanzas puestas por algunos en el activismo accionario de los inversores institucionales más generalistas como mecanismo disciplinante de los administradores fueran deshinchándose.

Todo apunta, sin embargo, a que se está produciendo cierta inflexión y cambio de tendencia: los estudios empíricos más recientes muestran que los fondos de inversión votan en contra de las propuestas de los administradores cuando así lo recomiendan los *proxy advisors*¹¹. Aún y todo, hay que ser cautelosos en cuanto a este cambio de tercio. No conviene perder de vista que la mayoría de los inversores institucionales no participan en

⁷ GILLAN and STARKS (2007, p. 57)

⁸ SANTELLA, BAFFI, DRAGO and LATTUCA (2012).

⁹ La aparición de fondos de pensiones y de inversión a partir de los años 80 alimentó prometedoras expectativas sobre su potencial para solventar conflictos de agencia, dado que parecía natural que la concentración de los pequeños inversores a través de fondos pusiera fin a los problemas de acción colectiva de los inversores externos. BLACK (1990) y COFFEE (1991).

¹⁰ GILLAN and STARKS (2007) revisan la literatura sobre inversores institucionales y concluyen que hay muy poca evidencia de que ayudaran a mejorar los resultados a largo plazo o el valor en bolsa de las empresas en las que invertían. Con todo, esta literatura se centra en empresas americanas con propiedad dispersa. La situación no es muy diferente en las empresas con socios de control, por lo que indican los estudios llevados a cabo fuera de Estados Unidos. En particular HAMDANI and YAFEH (2013, pp. 691-723) comprueban que en Israel los fondos raramente votan contra las propuestas de los *insiders*. NORDEN and STRAND (2011, pp. 375-391) concluyen para el caso sueco que el voto de los inversores institucionales está más correlacionado con el tamaño de la empresa que con sus resultados. JONG, DEJONG, MERTENS and WASLEY (2005), analizan empíricamente las juntas de accionistas holandesas y encuentran que menos del 1% de las propuestas de los administradores son rechazadas en junta.

¹¹ DUAN and JIAO (2014, pp. 489-513).

la supervisión de los administradores y de los socios de control con la intensidad que sería deseable. Como tendremos la oportunidad de comprobar, los diferentes inversores institucionales (fondos de pensiones, fondos de inversión abiertos al público en general, fondos de capital riesgo, *hedge funds* o fondos de cobertura, etc.) tienen diferentes sistemas de incentivos para sus gestores y mientras que algunos sistemas favorecen el activismo otros lo inhiben. En particular, cuando se premia el rendimiento relativo sobre otros fondos competidores se desincentiva la implicación en el gobierno de las sociedades en las que se invierte. La buena noticia, no obstante, reside en que aunque, debido a su sistema de incentivos, muchos tipos de inversores institucionales no estén en condiciones de liderar las tareas de supervisión, empiezan a estar dispuestos a secundar a los inversores institucionales que si se implican en el control de la gestión, esto es, los inversores activistas.

b) Además del crecimiento de la importancia de las participaciones de los inversores institucionales en el accionariado de las sociedades cotizadas, un segundo factor ha sido clave para propiciar el activismo: la mayor especialización de los inversores institucionales, con la aparición de inversores expertos en supervisión, que buscan competir generando valor a través de tareas de control de la gestión y del gobierno de las empresas. Ahí reside justamente la clave: que haya o no activismo accionarial depende necesariamente de la presencia en las sociedades de inversores informados y profesionales en "*expertise and clout*" (pericia e influencia). Estos inversores -ya no meros intermediarios de capital, sino más propiamente catalizadores de gobierno- son el motor del nuevo activismo y pueden liderar propuestas sobre las que después podrán votar otros inversores institucionales tradicionalmente pasivos en temas de control de la gestión

Naturalmente, los nuevos activistas institucionales, no han salido de la nada, pues, aunque con menor presencia, siempre han existido activistas. Carl Icahn o Nelson Peltz son viejos conocidos del mercado de control societario más hostil de los años 80. Pero el derrumbamiento del mercado de opas y la mayor implicación de los inversores institucionales en la supervisión de los directivos -presionados sin duda por los escándalos financieros y la crisis financiera, pero sobre todo por una mayor competencia en el sector de los intermediarios financieros- les han llevado a reinventar y a dominar el negocio. No es difícil constatar que, al menos los líderes del mercado, son cada vez más sofisticados o, si se prefiere, están mejor informados. Su propósito es defender de manera activa -e incluso agresiva- las políticas empresariales que desean implementar en las empresas en las que invierten. Entre las medidas que suelen promover se cuentan la destitución y/o sustitución del equipo gerencial, las operaciones de reestructuración del negocio, posibles desinversiones, el aumento de la política de dividendos, o los cambios en el gobierno corporativo. Con estas credenciales, no sorprende que su presencia haya convulsionado el mercado y también el debate académico sobre gobierno corporativo. Sus defensores y detractores sostienen visiones bien distintas sobre la deseabilidad de que estos inversores marquen la agenda de las empresas que financian.

En todo caso, hay un extremo clave que merece la pena retener. Los activistas, aun siendo accionistas significativos, están muy lejos de la participación –conjunta o separada– de los socios que ejercitan el control en las sociedades controladas. Al ser, por definición, socios minoritarios, necesitan la asistencia de otros inversores para sacar adelante su agenda. La naturaleza de esta colaboración no es estable, no se determina a través de asociaciones o alianzas, como sucede en el caso de los socios que ejercitan conjuntamente el control mediante pactos parasociales. Su trabajo consiste en producir información sólida, por naturaleza costosa, y persuadir a otros inversores institucionales para que apoyen sus iniciativas en lugar de las promovidas por el equipo de gestión. Son, por lo tanto, socios activos e influyentes, pero siguen siendo minoritarios.

1.2 La importancia del entorno jurídico e institucional

Curiosamente, lo primero que llama la atención cuando uno se introduce en la literatura más reciente sobre la materia es que, a pesar de que el activismo –y los activistas– traspasan fronteras, su implicación en las sociedades se aborda con distinta perspectiva en función de las jurisdicciones¹². Hay dos factores que determinan la penetración del activismo en las sociedades de una jurisdicción dada: el entorno institucional y la estructura de propiedad. Existe no obstante, una interdependencia funcional entre ambos factores, o de *path dependence*¹³.

El entorno institucional y jurídico importa a este respecto más de lo que parecería a primera vista. Los inversores sofisticados despliegan distintas estrategias como inversores en función de la jurisdicción en la que actúan. Para simplificar, y tener una idea de conjunto, es ilustrativo comparar la aproximación del derecho de sociedades a la participación de los socios en entornos tan distintos como Europa Continental y Estados Unidos.

En Europa Continental el derecho de sociedades se construye sustancialmente con las sociedades no cotizadas en mente (aunque luego pueda establecer reglas o mecanismos específicos para las cotizadas) y por ello parte del presupuesto de que los socios comparten y ejercitan directamente el control de la sociedad. En consecuencia, el derecho de sociedades ha otorgado tradicionalmente extensos derechos de voz a los socios a través de la junta con el fin de reducir los costes de la especialización de funciones y a la vez disciplinar a los administradores¹⁴. Baste recordar que los socios en los países de nuestro entorno jurídico adoptan decisiones que en USA atañen a los administradores, tales como la modificación de estatutos, o el reparto de dividendos.

¹² Esta es la conclusión principal del estudio empírico llevado a cabo por BECHT, FRANKS, GRANT and WAGNER (2017).

¹³ BEBCHUK and ROE (1999, pp. 127-170).

¹⁴ GUTIÉRREZ URTIAGA and SÁEZ LACAVE, (2018).

La intervención de los socios en el gobierno de la sociedad funciona razonablemente bien en el caso de sociedades no cotizadas, pues hay en general mayores incentivos a la participación y, a fin de cuentas, la propia relación social ofrece un mecanismo de recontractación eficaz cuando los socios son activos (aunque con frecuencia los socios establezcan en el contrato reglas alternativas a las dispuestas por la ley). Pero presenta claramente disfunciones en las empresas cotizadas, porque los inversores externos se muestran naturalmente pasivos, es decir, no ejercitan los derechos de control puestos a su disposición. Justamente para reparar esta carencia e involucrar en mayor grado a los accionistas de las sociedades cotizadas en la gestión de la sociedad, los sistemas legales europeos se han empleado a fondo en buscar mecanismos que fomenten y faciliten la participación y el ejercicio de los derechos de los socios. Un ejemplo, entre otros, nos lo proporciona la directiva sobre derechos de los accionistas (Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas).

La situación es bien distinta en Estados Unidos. Allí el derecho de sociedades está principalmente orientado a las sociedades cotizadas, y en consecuencia, parte del presupuesto de que los problemas de información y de coordinación determina que los inversores sean racionalmente apáticos¹⁵. No debe extrañar, entonces, que los accionistas americanos hayan disfrutado tradicionalmente de muchos menos derechos de voto en comparación con los países europeos. Ni tampoco que la literatura financiera haya puesto tradicionalmente el foco del gobierno corporativo de las empresas americanas en la optimización de la estructura y composición del consejo de administración (piénsese que los consejeros independientes surgieron para cubrir las deficiencias en la supervisión de los administradores por parte de los socios) o en diseñar eficientemente la remuneración de los administradores, y no así en aumentar el poder de los accionistas.

Por eso resulta *a priori* paradójico que sea en los Estados Unidos y no en Europa Continental dónde el activismo ha irrumpido con fuerza. A fin de cuentas, es un entorno claramente más hostil y menos amigable para la intervención de los socios en el devenir de las empresas. La razón, en parte exógena, se explica por la entrada generalizada de unos nuevos inversores, los activistas, *hedge funds* y *private equity funds*, que han desembarcado en las grandes sociedades norteamericanas con el objetivo de influir en la toma de decisiones. Y, al menos de momento, no se observa que este fenómeno haya irrumpido con la misma intensidad en las jurisdicciones europeas, salvo casos puntuales, y dejando al margen al Reino Unido.

Esto parece indicar que el activismo no busca los entornos de capital concentrado¹⁶. Salvo que la regulación lo facilite de alguna manera, la existencia de socios de control es una barrera natural a la entrada de activistas, un obstáculo casi infranqueable: el control es el

¹⁵ BLACK (1990).

¹⁶ Hay evidencia al respecto, v. BECHT et al. (2015), KASTIEL (2016, pp. 111-117.).

control, y no se comparte con un inversor, por muy activista que sea. Lo que nos llevaría a concluir que por muy extensos que sean los derechos de control y de voto de los socios que brinde el derecho de sociedades, quien más se beneficia de ellos es el socio mayoritario para ejercer y retener el control. Al menos de momento, los costes de entrada para el activismo son muy altos en las sociedades cotizadas de capital concentrado. Sólo en la medida en que los socios de control necesiten las inversiones del capital externo, habrá margen para el activismo.

1.3 Activismo y concentración de capital

Antes de entrar a fondo en materia, existen varios prejuicios y confusiones en relación con el activismo accionarial que merecen una clarificación previa.

La primera observación tiene que ver con que el activismo presenta distintas características en las sociedades controladas y en las no controladas. En el caso de sociedades controladas, el buen gobierno tiene el propósito fundamental de disciplinar a los socios de control y reducir los problemas de expropiación de los socios minoritarios. Esto es importante subrayarlo porque con frecuencia, cuando se habla de activismo accionarial se conjura la imagen de los socios actuando todos a una para frenar a los administradores. Lo cierto es que en las sociedades de capital concentrado los administradores suelen estar muy bien vigilados y fiscalizados por los socios de control, sin necesidad de que nuevos inversores les echen una mano a tal fin. Por eso, la entrada de activistas en sociedades controladas persigue otro propósito, que es la de cuestionar (en algunas materias, cuanto menos) el poder de los socios de control en cuanto a la toma de decisiones. Esto hace que el activismo se enfrente a costes más altos y tenga resultados esperados menos fructíferos en las sociedades controladas, lo que a la postre agrava el problema de la apatía de los accionistas minoritarios en estas sociedades. Y esto es así por dos razones. La primera es que los activistas tienen menos incentivos a entrar en sociedades controladas. Es más caro para los inversores activos invertir y seguir su hoja de ruta en sociedades con socios de control (no es lo mismo adquirir un 5% en una sociedad sin socios de control, que hacerlo en una sociedad con socios de control, simplemente la misma inversión compra menos capacidad de influir en las decisiones). Adicionalmente, el socio de control vota todo su *stake*, por lo que para bloquear sus propuestas, los inversores institucionales necesitan coordinarse y unir sus fuerzas para superarle en votos lo cual es, o bien imposible -si el control es mayoritario- o muy difícil -si es minoritario-. La segunda razón es que los socios minoritarios suelen tener más difícil presentar y argumentar su posición, a sabiendas del prejuicio comúnmente asentado en estas sociedades según el cual sus iniciativas persiguen intereses privados, en las que sólo ellos ganan, mientras que se supone que el socio mayoritario está por definición alineado con el interés social.

La segunda advertencia es de nomenclatura: la mayor concentración del capital en manos de inversores institucionales no debe confundirse con lo que la literatura financiera denomina sociedades de estructura de capital concentrado, que son sociedades dominadas

por socios de control. La presencia de todo tipo de fondos en el capital de las empresas cotizadas -tengan o no socios de control- es una realidad en todo el mundo. Es fácil comprobar cómo la estructura del accionariado ha ido mudando de la fragmentación a una mayor concentración, ya sea en las jurisdicciones dominadas por los administradores (como en el caso de Estados Unidos o Reino Unido) o en las jurisdicciones con predominio de socios de control (como es el caso de Europa Continental). La mayor presencia de inversores institucionales se predica tanto de sociedades controladas como de sociedades no controladas. Con todo, la presencia mayoritaria de fondos no cambia sustancialmente el diagnóstico de los problemas estructurales de agencia que sufren las sociedades. Y esto es así porque desde la perspectiva del gobierno corporativo, la diferencia más notable entre sociedades la establece la presencia de grandes accionistas o accionistas de control. El paso de una situación en la que un millón de acciones están en manos de un millón de accionistas a una situación en la cual el millón de acciones se reparte entre mil fondos, cada uno con mil acciones, concentra la propiedad, pero no genera accionistas de control. Y, en principio, la mayor concentración del *free float* o capital flotante no altera sustancialmente los costes de agencia que se generan en las sociedades de capital disperso -o controladas básicamente por los administradores- y en las sociedades de capital concentrado -o controladas por uno o varios socios-.

Cuestión distinta es cómo puede influir la mayor concentración del capital externo en el gobierno corporativo de nuestras sociedades que, en buena medida, son controladas por uno o varios socios. A este respecto, dos tipos de consideraciones son necesarias: los tipos de inversores y el derecho y la cultura jurídica de cada jurisdicción.

1.4 Plan del trabajo

Pues bien, si los inversores institucionales son, en palabras de MACEY¹⁷, "*newest big thing*" en materia de gobierno corporativo, resultaría oportuno considerar las implicaciones que nos pueden deparar. Bien mirado, se abren nuevas oportunidades para reducir los problemas de agencia, dado que se minimizarían los costes de coordinación y de información que tradicionalmente aquejan a los pequeños inversores. Pero también surgen nuevos riesgos, que tienen que ver con conflictos de interés, tanto internos de los fondos como en relación con la sociedad y otros inversores. Además, todos estos retos que afronta el gobierno de las empresas ponen a prueba el marco jurídico, y en particular, nos invitan a reflexionar sobre si el derecho de sociedades está bien armado para estas nuevas lides.

En esta línea, el propósito de este trabajo es analizar el papel que puede jugar la presencia creciente de inversores institucionales y activistas en el gobierno corporativo de nuestras empresas cotizadas. Se trata de sopesar en primer lugar si nuestra jurisdicción es o no pro activismo. Es decir, en qué medida nuestra regulación incentiva o disuade la entrada e influencia de estos inversores. Y, en segundo lugar, estudiar con qué herramientas dota

¹⁷ MACEY (2008, p. 240)

nuestro ordenamiento a los activistas para lograr sus propósitos, ya que la evidencia empírica nos pone sobre aviso de que los inversores no se comportan de la misma manera en una empresa alemana que en una empresa inglesa: el derecho determina las estrategias de los accionistas significativos en cada jurisdicción¹⁸.

El trabajo proseguirá de la siguiente manera. En el apartado 2 se analizará en detalle, y con la ayuda de la literatura financiera, lo que sabemos sobre estos nuevos actores de las sociedades cotizadas, los inversores institucionales, con especial atención a los fondos de inversión generalistas. En el apartado 3 detendremos la mirada en los instrumentos del nuevo activismo accionario -voz, salida y responsabilidad-, y qué uso pueden hacer de ellos los distintos inversores en consonancia con su modelo de negocio.

También repararemos en las políticas que persiguen los legisladores para involucrar a estos actores en el activismo accionario. En el apartado 4 se estudiarán en profundidad unos inversores muy especiales, los llamados activistas, los *hedge funds*, su modelo de negocios y el papel trascendental que juegan en el gobierno corporativo. En el apartado 5 se prestará atención al activismo accionario en contextos de propiedad concentrada, en empresas con socios de control. Finalmente, en el apartado 6 nos vamos a fijar en las condiciones del derecho de sociedades deseables para impulsar el activismo accionario, con especial atención en las instrucciones de la junta recogida en el art. 161 LSC.

2. Anatomía del activismo

2.1 Accionistas significativos, insiders y outsiders: ¿quiénes son los activistas?

Para entender el impacto de los inversores institucionales en el control de una sociedad debemos empezar clarificando algunos conceptos.

El primero es el de los accionistas significativos o *blockholders*. En nuestro derecho se catalogan los accionistas significativos como aquellos cuya inversión es mayor del 3% (aunque la mayoría de los estudios académicos usan el umbral del 5% de la normativa norteamericana). Estos accionistas tienen obligación de hacer pública su presencia en el capital de la sociedad. Todos los demás accionistas no son “significativos” y forman parte del capital flotante. Es el caso de la gran mayoría de inversores institucionales, que raramente superan la barrera de un 1% del capital de una empresa individual, y por ello, se les considera incluidos en el capital flotante.

El club de los llamados *blockholders* es de lo más diverso. Entre sus miembros encontramos individuos, familias, empresas, fondos de pensiones (tanto privados como públicos), fondos de inversión, y *hedge funds*. La literatura financiera es la guía más fiable para

¹⁸ BECHT et al, (2017, p. 2945).

adentrarnos, a través de sus estudios empíricos y teóricos, en la anatomía de los inversores significativos y qué papel juegan en el gobierno corporativo.

Los blockholders se dividen a su vez en *insiders*, si forman parte del bloque de control, o *outsiders*, en caso contrario. No todos los grandes inversores son iguales. En las sociedades controladas los individuos, las familias, generalmente a través de sus sociedades patrimoniales, y las empresas -incluidas las financieras- son candidatos a formar bloques de control y entrar coaligados en el consejo de la sociedad controlada. De hecho, nuestra práctica demuestra que los socios significativos y estables en la mayoría de las empresas responden a este patrón. Los bloques de control suelen sumar un *stake* que les permita ejercer el control, que puede ser mayoritario, si está por encima del umbral de opa, o minoritario, en caso contrario.

En cambio, los inversores institucionales, como fondos de inversión y *hedge funds*, cuando son significativos, son normalmente *outsiders* en relación con el núcleo de control. La gran diferencia entre unos y otros es que los *insiders* participan activamente en la gestión de la empresa y, por lo tanto, su presencia se asocia a la visión a largo plazo, o idiosincrática del fundador, pero también a la extracción de beneficios privados del control. En cambio, los inversores significativos que son *outsiders* o ajenos al control, no participan en la gestión y típicamente utilizan su influencia para supervisar la actuación del grupo de control y para proponer políticas alternativas a las patrocinadas por este.

Por lo tanto, el activismo accionarial se refiere al poder de influencia en las sociedades de unos inversores institucionales y profesionales que compran paquetes de acciones para convertirse en accionistas significativos (*blockholders*), pero se mantienen como *outsiders*, no ejercen la gestión y no tienen el control de la sociedad. Persiguen impulsar cambios en las sociedades -controladas o no controladas- y hacerlas más eficientes y rentables. Su beneficio proviene de comprar empresas con problemas de gestión y valoraciones bajas, introducir cambios que aumenten su valor y venderlas por un precio superior que refleje tal incremento de valor (que lo consigan o, incluso, que de veras lo persigan es una cuestión distinta, claro). Estos inversores significativos tienen la aptitud y capacidad para poder vigilar y supervisar a los *controllers* de manera más eficaz que los socios que forman parte del capital flotante y, en consecuencia, pueden crear las condiciones para mejorar el gobierno de estas sociedades, aunque, como veremos, puedan necesitar el apoyo del capital flotante.

Frente a los activistas, se encuentran los gestores y, de haberlos, los *blockholders* que pertenecen al grupo de control. Los accionistas que forman parte del bloque de control no practican el activismo accionarial, son *insiders*, simplemente ejercitan el control que poseen en la gestión de la empresa y se mantiene en ella en el largo plazo.

2.2 Diferencias entre los fondos activistas y otros inversores institucionales en cuanto a la supervisión de los insiders

Sabemos ya que los activistas son inversores institucionales que compran participaciones significativas y se convierten en *blockholders* temporalmente, pero permanecen como *outsiders* frente a los *insiders* que controlan la gestión. De lo que se trata a continuación es de averiguar en qué medida su presencia en las sociedades mejora la rendición de cuentas de quienes gestionan la sociedad y, por esta vía, el gobierno corporativo y sus resultados empresariales.

Merece la pena detenerse primero en las diferencias entre diversos tipos de inversores institucionales para entender por qué algunos serán activistas y otros no. Hay que revisar la noción que tenemos de los inversores institucionales. En esta línea, las notas que mejor les definen -y que es preciso tener en cuenta para estudiar convenientemente su comportamiento como accionistas- es que son heterogéneos [v. infra(i)], se enfrentan a muchas limitaciones para aplicarse en tareas de gobierno [v. infra (ii)], mudan y evolucionan [v. infra (iii)] e interaccionan [v. infra (iv)].

(i) La primera nota pone en evidencia que la denominación genérica de institucionales aglutina a inversores bien distintos entre sí. Las particularidades de los inversores y su modelo de negocio son relevantes porque nos revelan qué tipo de comportamiento o de empeño se podrá esperar de ellos como accionistas. Familiarizarse con la maraña de fondos existente pasa entonces a ser una prioridad para poder razonablemente predecir las coordenadas del activismo en cada sociedad en función de qué tipo de fondos de inversión estén presentes en su accionariado. No es tarea sencilla. Hay multitud de fondos -fondos de inversión, fondos de pensiones, fondos soberanos, *private equity funds* y *hedge funds*, etc-, cada uno con distinto modelo de negocio y distinto horizonte de inversión. Naturalmente esto repercute a la hora de las estrategias que aplican a sus participaciones en las sociedades que componen su cartera. Por hacernos una idea de lo que estamos hablando, basta reparar en las distintas estructuras de gobierno que adoptan los fondos. Lo cual es relevante si tenemos en cuenta que ese gobierno del fondo condiciona y determina los fines que persigue el fondo con sus inversiones. En este sentido, piénsese que los objetivos de, por ejemplo, un fondo de pensiones de carácter estatal, cuyos gestores están nombrados en último término por políticos (de los que presumiblemente pueden recibir presiones), será distinto a un fondo soberano, cuyo propósito será presumiblemente también la influencia política, pero más preocupado por la geopolítica y la inversión estratégica, que en el bienestar de los beneficiarios de las pensiones gestionadas por el fondo. O repárese en los fondos sin ánimo de lucro, que pueden estar organizados como mutualidades, mientras que los fondos con ánimo de lucro, para ser competitivos, juega un papel importante el sistema de retribución de los *fund managers*. Todas estas variables nos pueden dar una pista sobre su agenda como inversores, y que tipo de estrategia van a secundar.

(ii) La mayoría de los inversores institucionales sufren restricciones derivadas de su modelo de negocio, que les impiden supervisar activamente a los *controllers* de las empresas en las que invierten. No se suele reparar cuando se reclama una mayor implicación de los fondos en el gobierno de las empresas que *muchos inversores institucionales están sujetos a serios costes de agencia, que les desincentivan a la hora de patrocinar políticas activas en las empresas en las que invierten*. En otras palabras, tienen más incentivos para ser pasivos en materia de gobierno de lo que sería óptimo en atención del interés de quienes les confían sus ahorros. GILSON y GORDON¹⁹ llaman a este desajuste entre el interés del *record owner* -los inversores institucionales en sí mismos- y los *beneficial owners* -los beneficiarios o inversores en el fondo como tal-, los costes de agencia del capitalismo fiduciario. En particular, merece la pena reparar con especial atención en uno de los costes de agencia más acuciantes: los conflictos de interés.

Para entender el comportamiento de los inversores institucionales hay que tener en cuenta que su voto pueden perseguir intereses privados diferentes de la maximización del valor del fondo que gestionan. El caso de los lazos empresariales con la sociedad en la que invierten es ilustrativo²⁰.

Vaya por delante que los conflictos de interés afectan principalmente a los socios de control, siendo la extracción de beneficios privados el mayor riesgo que representan para la sociedad y sobre todo, para los socios minoritarios. Pero aun cuando un inversor significativo no sea parte del bloque de control, los estudios empíricos muestran que la existencia de lazos empresariales con la sociedad debilita su capacidad de fiscalizar y supervisar la actuación de los administradores y socios de control. *Ergo*, hay mayor probabilidad de que voten a favor de las iniciativas de los administradores si comparten vínculos e intereses comunes con la sociedad en la que participan.

El conflicto de intereses es un problema neurálgico para el éxito del activismo empresarial particularmente en el caso de los fondos de pensiones y los fondos de inversión abiertos al público en general. Hay ejemplos muy elocuentes. La evidencia empírica parece indicar que los fondos de pensiones gestionados por sindicatos, tienden a votar a favor de medidas que favorecen a los trabajadores de las empresas en las que invierte el fondo. Esta política puede llevar a mantener y agravar ineficiencias en las empresas, que se reflejarán en su cotización bursátil, y los perjudicados serían, a la postre, los pensionistas que han invertido en fondo²¹.

¹⁹ GILSON and GORDON (2013, p. 865).

²⁰ Este aspecto está bien acreditado en la literatura clásica de inversores institucionales, v. ROMANO (1993), DEL GUERCIO and HAWKINS (1999); GILLAN and STARKS (2000).

²¹ Existe una extensa literatura financiera al respecto, v. AGRAWAL (2012, pp. 187-226); DEL GUERCIO and WOITKE (2014); MATSUSAKA, OZBAS and YI (2017); BARBER (2007).

Con todo, el caso más preocupante es el de los fondos generalistas, a la vista de su crecimiento y su fuerte penetración en las sociedades cotizadas. Estos fondos generalistas suelen obtener su remuneración como un porcentaje sobre el montante de los fondos gestionados y, por lo tanto, sus incentivos a aumentar el valor total mediante la revalorización de las acciones son limitados. Por otro lado, a este tipo de fondos se les presentan oportunidades legítimas de negocio en relación con las empresas en las que son accionistas, tales como gestionar los fondos de pensiones de la propia empresa participada²². No hay que olvidar que muchos de estos fondos son propiedad de bancos o de compañías aseguradoras, y los intereses de estas instituciones están muy presentes en su agenda²³. Pues bien, dadas sus limitaciones estructurales para generar beneficios a través de la supervisión -que, como veremos, en el caso de los fondos de inversión es muy marcado- tienen fuertes incentivos para mejorar sus resultados gestionando negocios de consultoría, financiación o inversión para las propias empresas en las que invierte el fondo. De lo que se deduce que oponerse y votar en contra de las decisiones ineficientes de los *insiders* -es decir, aquéllas que podrían reducir el valor de la acción- no será una prioridad de estos fondos si el voto en contra puede poner en riesgo esos negocios paralelos.

(iii) Otro aspecto a tener en cuenta es que los fondos evolucionan. Actualmente los fondos participan más en la supervisión y se implican más en el gobierno de las empresas de lo que solían hacer sólo unos pocos años atrás. De hecho, ha dejado de ser verdad la dicotomía, bien arraigada, entre fondos activos y pasivos, con el énfasis en el predominio de los pasivos. En tiempos recientes venimos observando que los fondos tradicionalmente "pasivos" se han hecho mucho más diligentes y determinados en votar las propuestas de los activistas y oponerse a los administradores de lo que venían siendo en el pasado. Conviene por ello tener presente que los fondos mudan e innovan. Lo hacen en su identidad, y basta mirar atrás para darse cuenta de que los inversores más relevantes en la actualidad, los fondos indexados y los *hedge funds*, no lo eran hace 30 años. También en las políticas y los mecanismos de gobierno que emplean, como por ejemplo, la práctica del *empty voting*, pedir prestadas acciones para separar los derechos de voto del *cash flow*, que no existía hace unos años. Igualmente conviene reparar en que son permeables a las condiciones del medio en el que actúan. Así, por lo que parece, los fondos americanos que operan en Europa no replican sus estrategias y su manera de proceder en su mercado de procedencia, sino que ajustan sus tácticas al entorno corporativo de cada jurisdicción. Es de imaginar, entonces, que serán capaces de irse acoplando a las novedades y vaivenes del mercado en el futuro.

²² ASHRAF, JAYARAMAN and RYAN (2012, pp. 567, 568) encuentran que fondos de inversión que tienen vínculos empresariales con la sociedad tienden a apoyar a los administradores en votaciones sobre su retribución. CVIJANOVIĆ, DASGUPTA, and ZACHARIADIS (2016) observan un sesgo pro-management en votaciones reñidas.

²³ DE ROSSI, GARIBOLDI, LEGGIERI e RUSSO (2008), disponible en <http://www.consob.it/documenti/quaderni/qdf61.pdf>, en Italia los fondos de inversión que presentan este esquema son el 85% del mercado. Explican el control corporativo de las instituciones financieras sobre los fondos, y prácticamente nula independencia (v. pp. 23-25).

(iv) Por último, las interacciones y el trabajo en equipo entre inversores es un factor clave porque inaugura una nueva página en el gobierno de las sociedades²⁴. En el activismo accionarial se observa un reparto de funciones entre los inversores dedicados o activistas y los otros inversores institucionales. Como hemos visto, los inversores institucionales al uso están sometidos a muchas restricciones para promover la supervisión de la gestión empresarial de las sociedades. En cambio, los *hedge funds* y fondos de *private equity*, -al tener su remuneración vinculada en mayor medida a la revaloración del fondo y tender a estar libres de conflictos de intereses-, tienen los mayores incentivos para convertirse en activistas. En otras palabras, estos fondos se especializan justamente en identificar y perseguir fallos de gobierno en las sociedades en las que participan. Los activistas actúan entonces como un catalizador de la supervisión: el éxito de su intervención suele depender de que los otros inversores institucionales secunden sus propuestas, persuadidos de que así aumentará el valor de la empresa. Por ejemplo, está bien acreditada la colaboración entre los *hedge funds* y los fondos indexados a estos efectos. Naturalmente, tal cooperación revaloriza el valor del voto de los inversores institucionales.

Adicionalmente, y como tendremos oportunidad de comprobar, la capacidad de interactuar y coordinarse entre sí les capacita para tener más poder de negociación frente al equipo de gestión de cara a hacer valer sus propuestas. La fuerza de negociación conjunta trasciende el ejercicio canónico de los derechos del socio, resultando ser mucho más que accionistas tradicionales con derecho de voto o de salida. El creciente interés, por ejemplo, que muestran los activistas en entrar en el consejo como dominicales, da muestra de una dimensión no practicada de la voz -y de compromiso con el interés de la sociedad- que había permanecido inexplorado hasta ahora por los fondos. Como se verá, esto genera dinámicas de activismo formales, pero también y sobre todo, informales. Esta nota, unida con la anterior, es de vital importancia para escrutar sus patrones de comportamiento, y así poder diseñar los incentivos jurídicos que les alineen con los objetivos del buen gobierno.

3. *¿Cómo se practica el activismo accionarial?*

Hemos constatado muestras de creciente interés entre los distintos inversores institucionales en favor de mayor participación en las tareas de gobierno de las sociedades. No obstante, también hemos comprobado que la mayoría de los inversores institucionales están sujetos a modelos de negocio y costes de agencia que les desincentivan para aplicarse en el gobierno de las sociedades y aumentar acaso su valor con ello. En este apartado corresponde examinar los mecanismos a través de los cuales pueden implicarse y ejercer influencia en el gobierno de la sociedad.

Erraríamos gravemente en el análisis si pensáramos que la utilización de los instrumentos dispuestos por el derecho de sociedades para la defensa de los intereses de los socios

²⁴ CRANE, KOCH and MICHENAUD (2018).

dentro de la sociedad no entraña costes para los inversores institucionales, ya sean significativos o no. Es más, la estructura de costes varía en función del tipo de inversor (es decir, si se trata por ejemplo de un fondo de pensiones, o un *hedge fund*), la situación societaria que se afronta (no es lo mismo una fusión, que la falta de entendimiento sobre la política de dividendos), y el entorno institucional (el derecho de sociedades de cada jurisdicción establece los costes y beneficios del activismo, y delimita los mecanismos para llevarlo a efecto).

A continuación analizaremos las diversas actuaciones en las que pueden involucrarse los inversores institucionales en general para mejorar el gobierno de las empresas en las que invierten. Las actuaciones que pueden emprender son más heterodoxas de lo que se podría pensar a primera vista, sobre todo si reparamos en una visión mecánica, formalista e institucional de las sociedades que muchos tienen en la cabeza. Es ya una práctica estándar en la literatura -siguiendo a Hirschman- el catalogar los mecanismos de gobierno corporativo en tres categorías: voz, salida y lealtad o responsabilidad²⁵. Dicho esto, no conviene olvidar que en gobierno corporativo, tan importante es el ejercicio del derecho como la “amenaza” de ejercitarlo, siempre, claro está, que la misma sea creíble. Y esta lección la tienen bien aprendida los activistas: saben que se crean reputación en el mercado cuando son capaces de llegar hasta el final y cumplir su “amenaza”, aunque también para ellos la apuesta sea muy alta, y las probabilidades de perder elevadas. Así, la opción que tienen los inversores de liquidar su inversión o la simple amenaza de provocar un voto explícito y formal en junta, o la presentación de una demanda de responsabilidad, puede proporcionar a los inversores un arma de negociación muy poderosa para defender sus exigencias frente a los *insiders*.

Pues bien, podemos estructurar y catalogar a los inversores institucionales en tres categorías en función de los mecanismos de gobierno que utilicen; voz, salida o responsabilidad: (i) los fondos transaccionales son fondos cuyo negocio consiste en inversiones a corto plazo. Estos fondos, pese a lo que sugieren a primera vista, ejercen tareas de gobierno muy valiosas a través de la salida. Con todo, la experiencia atestigua que también pueden implicarse, llegado el caso, a través de la voz; (ii) los fondos de inversión y pensiones abiertos al público en general y, en particular, los fondos indexados son inversores a largo plazo y con participaciones relevantes y abultadas en las sociedades. Los indexados están forzados a replicar el índice, por lo que la salida no es una opción de gobierno, pero no descartan involucrarse a través del voto; (iii) los fondos activistas, de los que nos ocuparemos con más atención en el apartado siguiente, son inversores dedicados. De entre todos, son los más comprometidos e involucrados en el gobierno de las sociedades a través de cualquier instrumento a su alcance, voz, salida o responsabilidad. La salud del gobierno corporativo vendrá determinada, por tanto, por el diseño institucional, y por el uso que puedan hacer los diferentes inversores institucionales de dichos mecanismos.

²⁵ HIRSCHMAN (1970) introdujo los conceptos de *voz* y *salida* como modos alternativos al ejercicio formal de los derechos de propiedad en las organizaciones.

3.1 La voz

El empleo de la voz por parte de los activistas se caracteriza por la versatilidad. Habitualmente tendemos a encorsetar la defensa del accionista en el ejercicio del derecho de voto en sede de junta, pero esta visión tradicional se ajusta mal al ejercicio de la voz que llevan a cabo los accionistas significativos (lo que incluye también en esto a los socios de control). Trataré a continuación de perfilar las particularidades de los mecanismos de voz al alcance de los activistas.

La primera advertencia es la más fácil de atender, y se refiere a las dimensiones societarias de los derechos de control. La visión reduccionista del ejercicio del voto en sede de junta no permite apreciar que la manera más efectiva de ejercer los derechos de control para cualquier accionista es designando un consejero dominical que represente sus intereses en el consejo de administración. En nuestra experiencia, esta lección está bien aprendida por parte de los socios del bloque de control. Así mirado, la entrada de los inversores profesionales en los consejos podría ser muy productiva para aumentar el valor de la sociedad, porque les permite entender mejor las entrañas del negocio y ajustar sus propuestas para que la sociedad sea más eficiente.

Pero no todos los inversores institucionales están dispuestos a convertirse en significativos y a entrar en los consejos porque es una actividad que se ajusta mal con su negocio fundamental, las transacciones de valores. Más allá del tiempo y del esfuerzo que supone ser consejero, su presencia en los consejos les haría partícipes de información interna de la sociedad que les impediría o restringiría su capacidad de negociar con acciones en el mercado. Por eso, únicamente los inversores institucionales cuyo modelo de negocio les permite ser más activos y dedicados, como es el caso de los *hedge funds*, están orientados a no sólo supervisar y controlar a los *insiders* a través del voto en la junta general, sino, sobre todo, a convertirse en accionistas significativos e intervenir en el gobierno y la gestión de la sociedad desde el consejo.

La segunda consideración apunta la distinción, más propia del *management* que del derecho, entre ejercicio formal e informal de los derechos de control. Los accionistas significativos no son simplemente accionistas con mayor porcentaje de acciones y votos. Los accionistas significativos, como es el caso de los activistas y los socios de control, pueden promover estrategias de negociación y líneas de actuación que no están al alcance de los pequeños inversores. No parece raro ni extraño que estos accionistas dispongan de canales de comunicación directos con los administradores, al margen de los canales societarios²⁶. Lo que sí es llamativo es que el derecho no haya prestado atención a esta relación fluida e informal, tradicionalmente cultivada por los socios de control, hasta que

²⁶ La literatura de finanzas ha puesto sobradamente en evidencia estas relaciones entre grandes accionistas -en particular, socios de control- y los administradores, v. HARRIS and RAVIV (2010 pp. 4115-414); LEVIT and MALENKO (2011); MAUG (1998 pp. 65-98); SHLEIFER and VISHNY (1986, pp. 461-488).

los inversores profesionales han aparecido en escena. Pero centrémonos en el caso de los activistas institucionales. El acceso directo a los administradores es valioso para las dos partes: los administradores tienen interés en retener y atraer grandes inversores, y a los activistas les sirve para transmitir de primera mano sus visiones o preocupaciones sobre la gestión de la sociedad. Lo cierto y constatable es que esta tendencia se va consolidando. Según una encuesta reciente, el 63 por ciento de los grandes inversores institucionales se han involucrado en discusiones directas con los consejeros ejecutivos durante los últimos cinco años, y el 45 por ciento mantuvo conversaciones privadas con el consejo sin la presencia de los ejecutivos²⁷. Es más, estos encuentros amigables son vistos como un instrumento para reforzar el activismo de los inversores institucionales y cuenta con la complicidad de los códigos de conducta o de las propuestas legislativas, como ejemplifica la directiva²⁸. Algunos incluso van más allá de la mera comunicación, y apuntan a un estadio más avanzado de colaboración, o de activismo constructivo entre *insiders* e institucionales²⁹. Desde esta óptica, estos foros servirían para diseñar y perfilar de común acuerdo operaciones importantes, o incluso pactar o convenir sobre la composición del consejo (designación de los consejeros independientes o el presidente).

Pero también se han despertado recelos y preocupación ante el riesgo de que en tales encuentros se produzca la comunicación de información privilegiada que pueda ser sensible para el precio de la acción (por ejemplo, que se comparta una buena noticia sobre la marcha de la sociedad antes de que tal información se haga pública). La comunicación de información selectiva despierta inquietud porque mina la confianza de los inversores en la integridad del mercado. Igualmente, no puede tolerarse que se convierta en moneda de cambio de los administradores para ganarse el favor de los grandes inversores. A tal efecto, la intervención del legislador ha impuesto límites y obligado a las empresas y a los inversores a protocolizar la transmisión de información en tales encuentros para aislar o evitar el riesgo de *insider trading*³⁰.

La tercera observación tiene que ver con la participación y la intervención de los socios con poder de voto en la junta de accionistas. Dada la concentración del capital flotante de las

²⁷ MCCAHERY, SAUTNER and STARKS (2016).

²⁸ DEPARTMENT FOR BUSINESS, INNOVATION & SKILLS. GOV. UK. (2012).

²⁹ LIPTON (2015).

<http://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/WLRKMemos/WLRK/WLRK.24778.15.pdf>. También parece ser la dirección en la que invita la Directiva 2017/828 de los derechos de los accionistas, según su recital 14.

³⁰ En relación con los Estados Unidos, Regulation FD, 17 C.F.R. § 243.100(a) (2000). La experiencia hasta el momento da muestras de que la regulación se cumple. Los inversores institucionales no quieren asumir los serios riesgos del *insider trading* en el derecho americano. En Europa, arts. 8 y 17 de la directiva sobre abuso del mercado. La aplicación de esta normativa no impide el diálogo entre institucionales y administradores, pero sí eleva los *compliances costs*, es decir, las salvaguardas para cumplir con la normativa. HOPT (2017), disponible en <https://ssrn.com/abstract=3030693>. STRAMPELLI (2018), disponible en <https://ssrn.com/abstract=3044278>.

sociedades cotizadas en manos de los fondos de inversión y otros inversores institucionales, los costes de coordinación entre los fondos para votar conjuntamente se reducen drásticamente. Esta observación puede llevarnos a pensar que los problemas que parecían atávicos de pasividad encuentran por fin su solución en la figura de los institucionales. De ahí que legisladores, reguladores de los mercados de valores y académicos hayan visto en la implicación de los inversores *qua* socios en las sociedades en las que invierten la nueva fórmula mágica del gobierno corporativo, como antes lo fuera la figura de los consejeros independientes (es paradigmático a este respecto la Directiva 2017/828 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas). Se ha debido pensar que nada hay más fácil para aumentar la supervisión de los administradores y la implicación de los socios en el gobierno de las sociedades que presionar a los fondos, o directamente obligarles, para que participen y voten en las juntas. Pero la cosa no es tan simple. Una mirada más detenida revela que si de verdad se quiere influir a través de derecho en el comportamiento de los inversores institucionales, ha de incidirse en los incentivos.

3.1.2. Los costes del activismo a través de la voz

Lo primero que llama la atención es con qué facilidad se tiende a minimizar la tarea ingente que supone votar en junta para los inversores institucionales. Piénsese que votar no sólo acarrea costes de administración del voto –que pueden ser más o menos altos en función de la jurisdicción-, sino sobre todo, altísimos costes de información, dadas las asimetrías informativas entre los *insiders* –que cuentan con información privada- y los inversores externos de las sociedades cotizadas. Para que el voto agregado sea eficiente –y contribuya a crear valor- se precisa un juicio informado, de otra manera el voto sería fruto del azar y tendría el mismo valor que echarlo a suertes. Por eso, los estudios empíricos avisan que si se les obliga a votar a los inversores institucionales, muchos fondos permanecerán pasivos y votarán con los administradores (o dicho de otra manera, si el voto no es informado, será más bien aleatorio). Hay buenas razones que explican por qué la mayoría de los fondos, y en particular los generalistas y abiertos al público en general se mantendrán pasivos o renuentes a invertir en activismo.

a) La primera indagación nos pone sobre la pista de que los inversores institucionales generalistas y abiertos al público en general están sometidos a serias restricciones -por su modelo de negocio y sus costes de agencia-, para aplicarse activamente en tareas de gobierno³¹. Se ha hecho referencia con anterioridad a cómo los costes de agencia y los conflictos de interés dificultan la supervisión de los administradores por parte de estos inversores (v. supra 2.2). Ahora corresponde dar cuenta de por qué el modelo de negocio de los fondos conduce a la pasividad. El caso paradigmático lo representan los fondos de

³¹ BEBCHUK, COHEN and HIRST (2017, pp. 91-93); GILSON and GORDON (2013).

inversión, y en particular, los indexados³². Los fondos de inversión son intermediarios que compiten entre ellos por captar los fondos de los pequeños inversores. La estrategia de negocio en este sector consiste en rebajar los costes asociados a la selección de los valores y la diversificación de las carteras siguiendo el índice de valores³³. Al estar las carteras de inversiones de los fondos calcadas unas de las otras, -se limitan a replicar el índice-, solo les queda competir entre ellos por precio. Lo que de manera indefectible les lleva a ser racionalmente reticentes a involucrarse en activismo. Piénsese que como lo que se mide es lo bien que lo hacen unos fondos en relación con los otros, no tiene para ellos ningún sentido incurrir en costes que mejoren el resultado de una empresa de su cartera a costa de empeorar el resultado relativo del fondo en comparación con sus competidores. Y esto sucedería, porque al ser el *stake* de los fondos muy similar, el coste asumido por uno de ellos generaría beneficio para todos.

Por eso, aunque se trata de inversores con horizontes a largo plazo y, por tanto, comprometidos con los resultados estables y el valor de las sociedades en las que participan, se ha venido considerando a los fondos indexados la antítesis del activismo³⁴. Los fondos de inversión son buena noticia para los inversores y el mercado en general al reducir los costes de la intermediación financiera, pero mala noticia para la supervisión de las empresas debido a los altos costes de agencia a los que se enfrentan. No cuentan con motivación, ni con recursos, ni tampoco con habilidades para ser fondos activos. Dicho con otras palabras: su modelo de negocio les lleva a ser naturalmente pasivos. En efecto, por un lado son, por naturaleza, fondos a largo plazo, por lo que no tiene para ellos sentido implicarse en el gobierno mediante la salida: dada su estructura de negocio, están forzados a ir con el mercado en sus inversiones, y mantener una proporción entre su inversión en cada sociedad y su peso en el índice. Pero, por otro lado, tampoco tienen incentivos para ejercer sus derechos de control: al diversificar su cartera siguiendo el índice, tienen su propiedad muy fraccionada en sociedades distintas y pocos alicientes a involucrarse en el gobierno de ninguna de ellas en particular porque el margen que obtienen y que genera su

³² Los fondos de inversión son los que más crecen en capitalización del mercado, y la tendencia es que los fondos pasivos sigan aumentando, v. BEBCHUK, COHEN and HIRST (2017, p. 94) dan cuenta de que el mercado de fondos indexados está dominado por tres gestores de inversiones: BlackRock, Vanguard y State Street Global Advisors (a veces conocido como the "Big Three"). Estos administradores de inversiones tienen activos bajo administración de \$ 3.1 trillones, \$ 2.5 trillones y \$ 1.9 trillones, respectivamente. El más grande de los gestores de inversiones de fondos gestionados activamente incluyen Fidelity Investments y Capital Group, que tienen más de \$ 1 billón en activos bajo su administración.

³³ ROCK (2015) pone el ejemplo del fondo americano Vanguard, que permite a sus clientes invertir en bolsa a través de planes que siguen el índice americano (S & P 500), por la modesta cantidad de 5 puntos básicos (0.05% al año).

³⁴ USEEM, BOWMAN, MYATT and IRVINE (1993, pp. 175-189). Lo llamativo es que la pasividad de los fondos es un problema que, en vez de reducirse, aumenta, y a buen ritmo, v. APPEL, GORMLEY and KEIM (2016, p.112), indicando que en 2014 los fondos pasivos representaban el 33.5 por ciento de las inversiones de los fondos de inversión en el mercado americano, unas cuatro veces más que en 1998.

rentabilidad, en un mercado tan competitivo, viene de reducir costes³⁵. Todo esto nos conduce a que no tienen recursos para invertir en activismo, dadas las bajas comisiones que cobran, ni tampoco habilidades para ello, porque su talento está especializado en estrategias de inversión, no en estrategias de gobierno.

b) La segunda línea de razonamiento pone de manifiesto los elevados costes asociados a obtener un producto imprescindible para votar: la información. Producir información implica emplear recursos costosos y especializados en identificar la información relevante sobre el gobierno corporativo y las políticas empresariales de cada sociedad en la que invierten, y evaluar la mejor línea de actuación en cada caso. Necesitarían por ello contar con personal especializado en valorar decisiones empresariales de cada empresa en la que participan, a sabiendas de que los fondos suelen estar muy diversificados. Estamos hablando, en el caso de los fondos de inversión, de cientos o incluso miles de sociedades. Este coste es alto y además doloroso, porque los fondos de inversión no lo pueden financiar a través de comisiones, -es un mercado muy competitivo-, sino a costa de renunciar a márgenes de beneficio.

Una vez que nos percatamos de los costes del activismo para los fondos generalistas, se avistan los desincentivos al *free-riding*. Estos fondos carecen de incentivos para invertir recursos en atención y dedicación al gobierno de la sociedad. Piénsese que esto no significa que les resulte indiferente la rentabilidad y el gobierno de las sociedades en las que invierten. Al contrario, son inversores a largo plazo cuya propiedad porcentual suele ser amplia. Lo que sucede es que solo van a aprovechar una parte pequeña de los beneficios que genera su inversión, dado que se distribuiría entre todos los socios. En cambio, pechan con todos los costes, que además, son altos (naturalmente cuanto mayor es la concentración de fondos, los problemas de apatía racional y de *free riding* disminuyen).

En consecuencia, el ejercicio del voto (informado) se convierte en un esfuerzo elevado, con frecuencia inabordable, para los fondos generalistas, y que no se corresponde con las escasas ganancias que les arrienda. Con todo, es preciso indicar que, a pesar de todas las ineficiencias apuntadas en los párrafos anteriores, los fondos dan muestras de mayor dinamismo y compromiso de lo que cabría imaginar. Hay varias razones que podrían contribuir a explicarlo, entre las que destacan la aparición de intermediarios de información que contribuyen a reducir esos costes de atención al gobierno, como los fondos activistas y los asesores de voto o *proxy advisors*. Tanto unos como otros generan o producen información, de la que se han beneficiado los fondos a la hora de intervenir en las sociedades.

³⁵ KROUSE, BENOIT and MCGINTY (2016) reportan que los index funds invierten menos en gestionar las políticas de voto en las empresas en las que participan de lo que sería óptimo. Por ejemplo, Vanguard tiene un equipo de 15 personas para su cartera de 13,000 sociedades; Blackrock 24 personas para su cartera de 14,000 empresas; and State Street Global Advisors emplea menos de 10 personas para gestionar el voto en 9,000 empresas de su cartera.

En pocas palabras, la clave reside en que si bien los fondos de inversión generalistas no tienen alicientes para patrocinar el activismo - debido a los altos costes de agencia-, sí pueden secundarlo en algunas ocasiones. Este juicio concuerda con la evidencia empírica, que atestigua que los fondos de inversión cada vez intervienen más mediante el voto³⁶, y que se muestran menos proclives a alinearse con los administradores que en el pasado³⁷. Y lo hacen siguiendo dos patrones de conducta. Una línea de actuación consiste en diseñar un patrón *low cost* de oposición a los *controllers* para toda su cartera de inversiones. Para ello, identifican las prácticas consideradas de buen gobierno, sin entrar en las particularidades de cada caso, y las defienden a través del voto con carácter general en todas las sociedades en las que invierten (votando, por ejemplo, en contra de medidas anti-opa o de acciones de voto múltiple). Esta es la estrategia de los grandes fondos, como *BlackRock*, *Vanguard*, o *State Street*, que están sometidos a fuertes presiones políticas para generar ellos mismos sus propias políticas de voto³⁸. En cambio, los fondos más pequeños, y con menor propiedad en las sociedades en las que participan, suelen hacer *outsourcing* de esta tarea, encomendándosela a los *proxy advisors* o asesores de voto. De esta manera, consiguen contener al mínimo posible los costes de obtener y procesar la información precisa para votar³⁹.

La otra línea de actuación consiste en votar con el inversor activista⁴⁰. Es decir, a pesar de que carecen de los incentivos o el *expertise* necesarios para promover mejoras en el gobierno y las políticas de la sociedad, los fondos generalistas sí están dispuestos a apoyar las iniciativas promovidas por los inversores expertos en producir información, los genuinos activistas. Eso sí, y esto es importante, siempre que no se lo impidan los conflictos de interés, que pueden ser empresariales o incluso políticos (recuérdese que éste es el talón de Aquiles de los fondos indexados en lo que se refiere a la supervisión sobre las empresas participadas). En particular, suelen apoyar a los activistas en sus campañas más agresivas, las que persiguen reestructuraciones, movilizar a los accionistas para cesar a parte del

³⁶ APPEL, GORMLEY and KEIM (2016, p. 111-141).

³⁷ MCCAHERY, SAUTNER and STARKS (2016, p. 2913), (constatan que más de la mitad de los inversores institucionales en su estudio han votado contra los administradores).

³⁸ Los fondos más grandes han organizado departamentos dedicados a determinar la dirección del voto en cada asunto que se dirime en las empresas en las que el fondo vota. Una explicación detallada de la organización y funcionamiento de los mismos la proporciona ROCK (2015). No obstante, la observación que hace es que la retribución de estos empleados no está determinada en función del resultado del fondo o de las sociedades en las que vota, lo que le lleva a pensar que las votaciones rutinarias no tienen impacto en el resultado (otra cosa es en decisiones clave, como una fusión).

³⁹ Existe una relación simbiótica entre inversores institucionales, a los que se les urge a votar, y asesores de voto, v. CHOI, FISCH and KAHAN (2010 p. 883). Con todo, el impacto de los asesores de voto en la política de voto de los inversores institucionales es una cuestión empírica. Los estudios cifran en una horquilla que va del 13 al 25 % la influencia de los asesores de voto en el resultado final de la votación, lo cual podría ser muy relevante en determinadas decisiones, y en votaciones disputadas o reñidas. Un survey de esta literatura, en THOMAS and TRICKER (2017, pp. 60-61).

⁴⁰ BRAV, JIANG, PARTNOY and THOMAS (2008, pp. 1729-1775); BRADLEY, BRAV, GOLDSTEIN and JIANG, (2010, pp. 1-19).

consejo, o lograr la representación del activista en el consejo, en vez de otras actuaciones a través de votaciones en la junta en las que se solicitan cambios menores. Los estudios empíricos también avalan que están dispuestos a respaldar cambios de control, bien sea a través de opas, incluso hostiles, o de la transmisión de la sociedad a un tercero.

3.1.2. El papel de la regulación legal para facilitar la voz de los inversores

Una vez que se ha dado cuenta de los costes que el activismo entraña para los inversores institucionales, es momento de valorar si la regulación legal puede contribuir a aminorarlos. Los juristas suelen atribuir a las reglas que empujan a los institucionales a participar en las sociedades el papel de hacedoras del milagro de convertirlos en activos votantes. La estrategia seguida por las jurisdicciones más significativas no ha sido la de obligarles a votar, sino a declarar cómo han votado. La última en llegar a engrosar esta tendencia –como antes lo hicieran el *Stewardship Code* inglés, o la regulación federal americana– es la Directiva 2017/828 sobre derechos de los accionistas, encaminada a aumentar la transparencia en relación con la participación y compromiso de los inversores institucionales⁴¹. El propósito de esta clase de normativas legales es doble. Por un lado, incentivar el activismo empresarial. Por otro, al obligar a que los inversores anuncien su política de actuación y revelen el sentido del voto en cada decisión, se persigue aumentar la rendición de cuentas de los gestores de los fondos frente a sus clientes, –los *beneficial owners*⁴². Es indudable que por esta vía se logra hacer votar a los institucionales. Lo que ya es más dudoso es que el voto cumpla los objetivos que presumiblemente subyacen a la norma.

En efecto, la experiencia comparada pone en evidencia que los inversores institucionales, incluidos los fondos tradicionalmente más pasivos, votan y desvelan información sobre el voto con un solo propósito: cumplir con la norma. Su disposición a favor de evitar retratarse y aparecer frente al mercado en peor lugar que sus competidores, les empuja colectivamente a procurarse un voto informado. Lo que ya no está tan claro es si con ello, más allá del mero *compliance* regulatorio⁴³, se promueve el propósito último del activismo,

⁴¹ Directiva (Ue) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. Si bien es cierto que la regulación comunitaria –en línea con la regulación inglesa– da otra vuelta de tuerca a la promoción del activismo accionarial al vincularlo con el crecimiento a largo plazo, que la norma relaciona con objetivos medioambientales, sociales y de gobierno (UN Principles of Responsible Investment). CHIU (2016, pp. 35-39), explica que la directiva es más imperativa que el Code inglés y no persigue una agenda responsable o social.

⁴² U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2003), sobre las explicaciones de la propia SEC, v. SEC (2014). <https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm>.

⁴³ El resultado es que, como suele ocurrir, el *soft law* de *complain or explain* conduce más al cumplimiento que a la explicación, como lo atestiguan los estudios realizados respecto a los códigos de buen gobierno, v. BIANCHI, CIAVARELLA, NOVEMBRE and SIGNORETTI (2011, pp. 107-121) (ponen en evidencia que el cumplimiento formal de los códigos de buen gobierno es alto, mientras que el real es más bien bajo). Compliance es también la reacción esperable de los fondos en Europa. No es previsible que los fondos

esto es, que se aumente el valor de las empresas cotizadas. De igual manera, tampoco se demuestra que la información revelada relativa al compromiso y activismo de los fondos valga por sí sola para disciplinarlos y guiar a los clientes de estos fondos a la hora de elegir dónde colocar sus ahorros. Dado que su eficacia se limita a rellenar las casillas que acrediten sobre el papel el cumplimiento de la norma (al estilo de los informes de Buen Gobierno), la información aportada a sus clientes sobre su implicación en el gobierno corporativo es incompleta y limitada. Está por ver, además, si los partícipes de estos fondos están en condiciones de procesar toda esa información y actuar en consecuencia. En particular, si estarían dispuestos a cambiarse a fondos más activos aunque les cobraran comisiones más elevadas.

Dos reflexiones cabe añadir a lo ya dicho. Se antoja irónico que se pongan en marcha medidas para implicar a los inversores institucionales generalistas a la par que se penaliza la entrada de los inversores institucionales activistas que, por definición, no son inversores a largo plazo (sin duda a través de las reglas de transparencia de las posiciones significativas, v. *infra* 4.2.1), cuando es imposible concebir lo uno sin lo otro. Si se lee con atención la Directiva 2017/828, el mensaje subliminal parece querer decir “absténganse *hedge funds*”. No es sorprendente: los activistas entran en empresas en alguna medida disfuncionales, y la corrección de tales ineficiencias suele ser traumática, sin duda, para los *insiders*. El reparo que suscita propugnar activismo sin activistas estriba en que, como se verá en el apartado siguiente con más detalle, el motor del activismo son los *hedge funds*, fondos especializados en información e influencia, que actúan como catalizadores de la supervisión en sociedades cuyo *cash flow* está concentrado en manos de otros fondos. Por muy amplia que sea la propiedad de fondos en una sociedad, su implicación en gobierno y gestión será probablemente sub-óptima, incluso mínima, en ausencia de inversores activistas.

En cambio, y esta es la segunda reflexión, hubieran sido provechosas y bienvenidas medidas más efectivas para mejorar la disciplina y la rendición de cuentas de los fondos frente a sus propios inversores. Cabría pensar en otras medidas de transparencia, como por ejemplo, la comunicación de los conflictos de interés de los inversores institucionales, que están ausentes en la normativa recientemente aprobada⁴⁴. De esta manera se aumentaría la conciencia pública sobre la trascendencia de los conflictos de interés de los fondos en la (baja) implicación de los fondos en el gobierno de las empresas.

Siguiendo la línea de las ausencias, nótese que las medidas apuestan por reforzar la implicación de los fondos respecto a las votaciones en sede de junta, dejando al margen

traten de explicar por qué no son partidarios de la participación conforme al crecimiento a largo plazo, o los principios de la inversión responsable.

⁴⁴ BEBCHUK, COHEN and HIRST (2017, p. 108) (ponen de manifiesto que la pasividad de los fondos es muy alta debido a los conflictos de interés y que las políticas de *disclosure* deberían estar orientadas en este sentido).

otras medidas quizás más prometedoras. Me refiero a pertrechar a los ordenamientos con mecanismos que faciliten la entrada de los inversores profesionales en los consejos de administración⁴⁵.

3.2. La salida

Hay fondos de *private equity* cuyo modelo de negocio consiste en seleccionar valores y adquirir participaciones relativamente pequeñas. La ventaja comparativa de estos fondos no reside en la capacidad de intervenir o de influenciar, sino en su *expertise* para comprar y vender en el momento preciso. La sabiduría convencional del derecho de sociedades suele equiparar el activismo accionarial con la "revitalización" de las juntas, y desestimar el papel disciplinante de los mecanismos de salida para los gestores⁴⁶, a pesar de que la literatura financiera nos advierte de que el peso de "votar con los pies" no debería desdeñarse⁴⁷.

La venta de acciones en el mercado puede mejorar el gobierno de la sociedad al permitir reflejar las actuaciones y políticas de los administradores en el valor de la acción. Se apuntan varias razones. Por un lado, la venta de acciones por parte de un socio significativo contiene información privada negativa sobre la sociedad que hace bajar el precio de la acción. Como los administradores quieren evitar este efecto - si baja el precio de la acción se contraerá su remuneración y crece el riesgo de que algunos puedan perder su puesto o, incluso, eventualmente, de que se lance una opa que suponga un cambio de todo el equipo gestor-, su actuación se alinearán *ex ante* con estrategias de creación de valor. Es una manera muy eficaz de mostrar la insatisfacción del inversor con los resultados o el gobierno de la sociedad, e incluso los fondos de inversión a largo plazo optan con frecuencia por utilizar la salida frente a la voz para censurar a los administradores⁴⁸. El posible castigo al administrador *ex post* le espolea a aumentar el valor *ex ante*. Adviértase, además, que el efecto disciplinante de la salida opera no solo con la venta efectiva de acciones, como con la amenaza creíble de hacerlo⁴⁹. Por otro lado, la liquidez trae consigo otro beneficio: llama a la entrada de inversores expertos en activismo, como los *hedge funds*, y de los que nos ocuparemos en detalle en el apartado siguiente.

De hecho, hay dos razones que explican la elección del mecanismo de salida frente al de voz. Una es la información. Los *private equity funds* están mucho mejor informados sobre la empresa que los accionistas más pequeños y por ello venden mucho más frecuentemente

⁴⁵ KASTIEL (2016 pp. 130 y ss.) Explica cómo esto es especialmente cierto en sociedades con socios de control.

⁴⁶ Este prejuicio está muy extendido en nuestra doctrina, v, por ejemplo, FERNÁNDEZ TORRES (2017, pp. 150-151).

⁴⁷ ADMATI and PFLEIDERER (2009, pp. 2645 - 2685).

⁴⁸ MCCAHERY, SAUTNER and STARKS (2016); DUAN and JIAO (2014).

⁴⁹ ADMATI and PFLEIDERER (2009, pp. 2645-2685); EDMANS (2009, pp. 2481-2513); EDMANS and MANSO (2011, pp. 2395-2428).

sus acciones que esos otros accionistas. La salida anterior a cualquier evento societario que pueda perjudicar el rendimiento de su inversión en el futuro es un evento frecuente en relación con este tipo de inversores. También es habitual la existencia de muchos inversores institucionales en el capital de la sociedad. Cuando hay un número alto de inversores institucionales los problemas de *free riding* entre accionistas dificultan los mecanismos de voz y facilitan la eficiencia del recurso a la salida.

3.3. La litigación

Por último, el mecanismo de la “lealtad” articulado a través del uso de acciones legales para hacerla efectiva, se apoya en la idea de que es posible disciplinar a los *insiders* amenazando con litigar y exigir la responsabilidad de los administradores y socios de control. La litigación se suele considerar a menudo el último recurso para un accionista activista debido a su naturaleza impredecible y el hecho de que rara vez conduce a resultados inmediatos. Además, la litigación está muy condicionada por la jurisdicción en la que se está operando, lo que nos indica que las estrategias y las vías de demandar cambian mucho de un país a otro.

En los ordenamientos en los que hay *derivative actions*, tales amenazas son creíbles porque los activistas tienen la capacidad –también económica– de liderar las demandas y a menudo lo hacen. Además, la experiencia acumulada en Estados Unidos indica que puede ser una estrategia ganadora y las empresas se pliegan a las exigencias de los activistas antes siquiera de que la demanda se ponga en marcha.

En Europa la experiencia no parece apuntar en el mismo sentido. A pesar de que existen múltiples vías judiciales en el ámbito societario, incluida la impugnación de acuerdos sociales, los inversores institucionales no parecen inclinados a promoverlas⁵⁰.

4. Características y estrategias de los *hedge funds* como paradigma de los inversores activistas

Como hemos visto en el apartado anterior, los inversores institucionales son inversores profesionales, pero no todos ellos están en condiciones de ser accionistas activistas “dedicados” a las sociedades en las que invierten. Hemos tenido la oportunidad de comprobar que intervenir activamente en la vida social implica costes de información y de actuación, que en determinados casos pueden resultar infranqueables para ciertas clases de inversores institucionales. No sólo son los costes inherentes a la decisión y al ejercicio en cuanto al voto. Algunos inversores institucionales sufren restricciones estructurales -bien

⁵⁰ El caso francés parece ser una excepción, GIRARD (2009, p. 28).

sean derivadas de su modelo de negocio o de la regulación aplicable-, que les inhabilitan *de facto* para implicarse de lleno en el gobierno de las compañías en que han invertido.

Por ejemplo, como ya se ha advertido, los fondos que tienen su inversión más diversificada en mayor número de empresas se enfrentan al obstáculo de que no participan con el suficiente peso en ninguna de ellas para merecerles la pena ser influyentes o preocuparse por ejercer sus derechos. O las restricciones legales para ser activos que tienen los fondos expertos en *trading*, para quienes el acceso a información interna de la sociedad está reñido con su negocio: las normas en materia de *insider trading* les restringirían la libertad de comprar y vender, que es a lo que se dedican prioritariamente.

También los fondos de pensiones sujetos a reglas de prudencia tienen restringidas las inversiones arriesgadas, como es el caso de las empresas en crisis. Adicionalmente, otros inversores institucionales, libres de impedimentos legales o estructurales, tampoco se implican activamente en supervisar y vigilar la gestión de las sociedades en las que invierten porque los vínculos empresariales con las sociedades y los conflictos de interés les posicionan con el *management*.

Visto lo visto, es de esperar que el inversor profesional estándar carezca de incentivos suficientes para implicarse en supervisar la gestión de las sociedades. Lo que nos lleva a reflexionar sobre las medidas legales de promoción del activismo. Si atendemos a las restricciones que socavan el activismo de los inversores institucionales, cuesta imaginar que la mera imposición de un cierto activismo legal o por la fuerza sea la manera de atender a los problemas de infra-vigilancia de los *insiders* que padecen las grandes sociedades. Si se quiere que los inversores institucionales sean eficazmente más activos, parecería más prometedor tratar de reducir los costes de agencia que elevan la factura del activismo, (por ejemplo, dotar de mayor transparencia a los negocios paralelos con las sociedades en las que son inversores). Con todo, quizás lo más llamativo sea que también han aparecido inversores expertos en activismo –esta vez por la fuerza del mercado y no de la ley-, como es el caso de muchos fondos de inversión activa, y en particular, los *hedge funds*. Estos inversores, por diversos motivos, sí parecen estar en condiciones de ser intermediarios en materia de gobierno de las sociedades. ¿En qué son diferentes estos inversores de otros?

4.1. El modelo de negocio de los hedge funds

La particularidad de los inversores activistas “dedicados” frente a otros inversores institucionales reside en su modelo de negocio. A diferencia de los fondos de inversión, los activistas no son expertos en crear y administrar una cartera altamente diversificada de inversiones, sino que su *expertise* reside en reestructurar y gestionar sociedades con problemas de gobierno y gestión. El activismo es un negocio que no está al alcance de la mayoría de los inversores institucionales. Para asumir un compromiso tan intenso y dedicado a una determinada sociedad hay que estar dispuesto a afrontar un modelo de

negocio arriesgado y costoso, y que se acompañe de un buen sistema de incentivos que compense los altos costes que puede acarrear. Las notas que caracterizan a los *hedge funds* frente a los fondos de inversión son la concentración frente a la dispersión, la actuación *ex ante* frente a la actuación *ex post* y el sistema de remuneración.

(a) El negocio de los fondos de inversión consiste en diversificar su cartera entre las diferentes sociedades cotizadas, en muchos casos con participaciones bajas, y prácticamente siempre por debajo de los umbrales de los socios significativos. En cambio, los activistas optan por una estrategia de mayor concentración que, a la vista de sus altos costes de financiación y de su mayor nivel de riesgo, no está al alcance de otros inversores. Por un lado, deben adquirir posiciones significativas minoritarias, es decir posiciones que les convierten en socios significativos pero que no otorgan el control. Alcanzar esta posición, que suele estar en torno al 7%, comporta un desembolso considerable tratándose de sociedades cotizadas. Esta estrategia les habría llevado inicialmente a sortear las empresas más grandes y capitalizadas, y dirigir su atención a aquellas empresas que les permiten obtener mayor partido de su inversión (con menos dinero invertido adquieren más influencia), principalmente las sociedades de tamaño mediano. Pero los datos revelan que cada vez se atreven más con empresas icónicas y, hasta ahora, intocables: el tamaño de la sociedad ha dejado de ser una barrera significativa para el activismo⁵¹.

Por otro lado, concentran su capital en pocas empresas, renunciando consigo a los beneficios -en términos de menor riesgo- de la diversificación que practican los fondos de inversión generalistas, aquejados de mayores restricciones regulatorias y de liquidez. La concentración supone necesariamente mayor exposición a los riesgos idiosincráticos de las empresas en las que invierten. Sin duda, este inconveniente de la falta de diversificación también aqueja a las inversiones de otros socios “dedicados” y vigilantes, señaladamente a los socios de control. Pero a diferencia de los socios de control, los inversores activistas, (i) al no tener participaciones de control, carecen de la posible “contrapartida” que ofrece la posibilidad de extracción de beneficios privados de la pueden aprovecharse estos segundos; (ii) al detentar participaciones más pequeñas en una determinada sociedad, su aversión al riesgo en cuanto a las vicisitudes de esa sociedad es inferior a la de los socios de control, lo que en teoría los hace capaces de implementar cambios en el negocio que hagan a la sociedad más competitiva y eficiente, aunque puedan entrañar mayor nivel de riesgo.

(b) Esta manera “concentrada” de invertir condiciona sustancialmente sus estrategias como accionistas. Si un activista invierte en, digamos, 10 sociedades cotizadas, la mejora sustancial de los resultados en una de ellas gracias a su intervención produce un impacto alto en el valor de su cartera, no así en las carteras de otros fondos. Adicionalmente, y a diferencia de otros inversores institucionales, los activistas se caracterizan porque no están

⁵¹ BRAV, JIANG, PARTNOY and THOMAS (2008, p. 1752). No obstante, esto también puede estar cambiando, v. RINGE (2015, p. 27). En tiempos recientes, la prensa económica resalta que los activista comienzan a tener como objetivos empresas de primera línea mundial, como Apple o Sony.

sujetos a limitaciones regulatorias, ni a conflictos de interés -carecen de lazos empresariales o comerciales con las sociedades en las que invierten- que condicionen su implicación en el gobierno de la sociedad. Estas circunstancias les permiten promover un activismo ofensivo, frente al activismo defensivo que, con sus diferencias, llevan a cabo otros inversores institucionales⁵². El activismo defensivo actúa *ex post*: los inversores insatisfechos ante los malos resultados de la sociedad reaccionan contra el equipo de gestión para defender su inversión, sea a través de voz o de salida. Naturalmente preferirían que fueran los gestores quienes crearan valor, contando con su apoyo como socios estables a largo plazo, pero si las cosas van mal reaccionan para salvar su posición. En cambio, el activismo ofensivo de los *hedge funds* es estratégico y *ex ante*. Lo que hacen es identificar a las empresas en las que su intervención podría crear valor en cuantía suficiente para compensar los altos costes y riesgos que deben afrontar, adquieren una posición significativa, y ponen en marcha su influencia dentro de la sociedad para implementar su agenda. Intervenir y tomar la iniciativa forma parte del *modus operandi* de estos inversores: su modelo de negocio se basa justamente en impulsar cambios calculados para inducir aumentos en el retorno de los accionistas.

(c) Otra coordenada indispensable para desentrañar el funcionamiento de los *hedge funds* es el sistema de retribución, cuyo propósito es incentivar y retribuir los altos costes asociados a la intervención. El modelo de negocio de los *hedge funds* puede resultar muy lucrativo, a la vista de los rendimientos que genera⁵³. Pero no conviene perder de vista que se trata de un negocio costoso y muy arriesgado. De hecho una parte importante de los beneficios que ingresan los activistas, se estima que en torno a dos tercios, se destinan a cubrir los gastos de las campañas. Los datos son elocuentes⁵⁴. Se calcula que el coste de solicitar una medida determinada y movilizar el voto es, en media, de 2,94 millones de dólares, con una tasa de éxito del 6,7%. El siguiente paso consistiría en pedir representación en el consejo de administración, que representaría un coste adicional de 1,83 millones de dólares, con una tasa de éxito del 39,3%. La última bala, promover la salida del CEO, tiene un coste adicional

⁵² CHEFFINS and ARMOUR (2012, pp. 51-103); explican la aparición de los *hedge funds* a partir del 2000 como practicantes de un activismo ofensivo en contraposición con el comportamiento defensivo de fondos de pensiones y de inversión desde los años 80. KAHAN and ROCK (2007, p. 1069).

⁵³ De entre los estudios empíricos que analizan esta cuestión cabe destacar el trabajo de BECHT et al. (2017). Los autores examinan 1800 casos de activismo en todo el mundo y encuentran altos retornos anormales de los activistas, tanto cuando anuncian la adquisición (entre 4.5 and 7.5 %), como cuando anuncian los resultados alcanzados (especialmente en el caso de opas). Otros trabajos encuentran resultados similares para Estados Unidos, KLEIN and ZUR (2009, pp. 187-229); CLIFFORD (2008, pp. 323-336); BOYSON and MOORADIAN (2011, pp. 169-204); BRAV et. al. (2008).

⁵⁴ GANTCHEV (2013, pp. 610-63), estima que el coste medio de una campaña pública y hostil de activismo, llega a alcanzar \$10.5 millones cuando la confrontación desemboca en *proxy fights*. Además, estima que el coste de la política de confrontación es alrededor de dos tercios de lo que puede rendir la inversión bruta para el *hedge fund*. Aswath DAMODARAN (2012) explica justamente que una vez que se incluyen los costes, las comisiones de *hedge funds* no son superiores a la rentabilidad del mercado.

de 5,94 millones de dólares (esto es un coste total de 10,7 millones de dólares) y tiene una tasa de éxito del 57,3%.

Los *hedge funds* pueden permitirse financiar estas campañas si con ello consiguen aumentar el valor de la empresa (y de su inversión, claro, pues este es el objetivo). Justamente por eso estos inversores pueden resultar valiosos para el gobierno corporativo.

Una de las claves que explican que los gestores de estos fondos estén dispuestos a asumir fuertes riesgos reside en el sistema de remuneración que les afecta. En general, la remuneración de los gestores de fondos de inversión generalistas es un porcentaje fijo sobre el montante de los fondos gestionados, con lo cual su remuneración total solo aumenta ligeramente de un año a otro si crece la rentabilidad, pero puede verse incrementada drásticamente si atraen a nuevos inversores quitándoselos a otros fondos. Es decir, para determinar la remuneración de los gestores de los fondos generalistas importa más el ranking que la rentabilidad total del fondo. Esto hace que los gestores de estos fondos carezcan de incentivos para invertir en mejorar los rendimientos de su cartera mejorando simultáneamente el valor de las de sus fondos competidores. En cambio, la retribución de los gestores de los fondos activistas está vinculada a los rendimientos totales, lo que produce gestores muy bien pagados y con altos incentivos a involucrarse e injerirse en las interioridades de las sociedades dentro de su cartera, por oneroso y arriesgado que resulte, con tal de obtener el máximo retorno⁵⁵. Por ello están en condiciones de promover estrategias para crear valor que otros inversores institucionales tienen constreñidas: invertir recursos en investigar y analizar la situación de la sociedad, producir información valiosa sobre la misma y sus expectativas de negocio y pelear con uñas y dientes las reformas que han identificado necesarias para maximizar el beneficio⁵⁶.

4.2 La típica hoja de ruta de los fondos activistas

La estrategia de los fondos activistas es fácil de entender. Consiste en identificar en el mercado empresas aparentemente saneadas, pero con potencial para aumentar su valor si estuvieran mejor gestionadas. Cuando lo consiguen, tratan de consolidar una participación significativa, en torno al 7%, y mantenerla durante un período de tiempo suficiente para rentabilizar su inversión, de 3 a 5 años. En este tiempo, sus gestores se emplearán a fondo para impulsar cambios en la gestión, muchos de ellos significativos, con el fin de que se mejoren los resultados de la empresa y se incremente el valor de la acción. Ese incremento determinará el retorno para el fondo, y su remuneración individual como gestores de éste.

⁵⁵ Esta estructura de incentivos, conocida como 2/20, les aporta el 20% del incremento del valor de la inversión (sin compartir las pérdidas), y un 2% fijo por gestión del fondo. GOETZMANN, INGERSOLL, and ROSS (2003, pp. 1685 y ss.).

⁵⁶ DAMODARAN (2012) explica por qué estas características colocan a los *hedge funds* en mejor posición para intervenir activamente y obtener rendimientos más altos que otros inversores institucionales.

Lo más llamativo de los inversores activistas es que impulsan cambios en la gestión asociados con el control, -piénsese que incluso en su versión más extrema alcanzaría a la sustitución de los gestores en las sociedades en las que invierten-, pero sin tomar el control. Por eso, la comparación de los activistas con las sociedades oferentes en el sistema de opas no se ha hecho esperar. Aunque hay claras diferencias -básicamente los activistas no buscan adquirir el control efectivo de la sociedad, sino utilizar su *stake* (significativo, pero abiertamente minoritario) en la compañía como una plataforma para presionar a los gestores-, ambos fenómenos se enmarcan en un *continuum* de oposición activa y control de los gestores. Desde esta óptica, los activistas se convierten en los nuevos *raiders*, y el mercado de control societario se transmuta en un mercado de influencia societaria. El símil se apoya en que tanto unos como otros buscan sus objetivos entre empresas infravaloradas y con problemas de agencia no resueltos⁵⁷, lo que en ambos casos suele garantizar la hostilidad del equipo gestor a la entrada en la sociedad del nuevo accionista. Con el reproche añadido en el caso de los activistas de que promueven acciones de gobierno sin ser socios de control. Es fácil pronosticar que el paralelismo que se crea entre los mercados de control y de influencia societaria alimenta la controversia respecto del papel que juegan los activistas en el gobierno corporativo, lo que hace predecir que se reaviven los debates clásicos de la literatura de opas, desde las medidas defensivas hasta la actuación concertada⁵⁸.

Con esta idea en mente, conviene reparar en el *modus operandi* de estos inversores. Lo primero que hacen es obtener una participación significativa en la empresa objetivo al menor precio posible, con el fin de maximizar su rentabilidad cuando la vendan. Repasaremos a continuación las estrategias y operaciones que suelen estar en su agenda, y por último, los medios que tienen a su alcance para conseguirlo. Al hilo de estas cuestiones tendremos oportunidad de repasar la regulación legal en torno al “mercado de influencia societaria”.

4.2.1. La inversión: la adquisición de la participación

La estrategia de los activistas arranca con la adquisición -sigilosa, en la medida de lo legalmente posible- de participaciones significativas en las empresas en las que fijan su atención, minimizando su exposición pública. Lo hacen así por dos motivos. Por un lado, tratan de evitar que otros inversores se aprovechen de su ventaja al identificar sociedades potenciales en las que invertir. Una parte de las tareas en las que se especializan los

⁵⁷ BRAV, JIANG and KIM (2015, pp. 579-595) encuentran empíricamente que los *hedge funds* invierten en empresas aparentemente sanas, con *cash flows* operativos, pero con una tasa de crecimiento baja, escaso endeudamiento y política de dividendos poco generosas.

⁵⁸ Ya en su momento, MACEY (2008, p. 241-273) advirtió que el activismo de *hedge funds* y *private equity funds* iba a ser la nueva tendencia del gobierno corporativo, y predijo que iba a resultar altamente controvertida. Es paradigmática en este sentido la discusión en abierto en el blog de HLS entre BEBCHUK y LIPTON, <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/>

activistas consisten en explorar el mercado en busca de las candidatas ideales para su intervención, las empresas infravaloradas y con problemas de agencia. Son especialistas en valoración de empresas y en calibrar cuánto incrementarían éstas su valor tras su intervención -o su “ataque” según el punto de vista-. Adicionalmente, buscan sociedades cuyo accionariado esté compuesto mayoritariamente por inversores institucionales, en los que necesitarán apoyarse para sacar adelante sus propuestas de cambio en el gobierno y la gerencia de la sociedad⁵⁹.

Rastrear estas sociedades “*target*” precisa de habilidades expertas y específicas, y los costes de indagación son altos, por lo que, si no se hiciera con sigilo, la información se convertiría en un bien público y otros inversores se beneficiarían de ella, pero habiéndose ahorrado el incurrir en dichos costes. Los estudios empíricos son consistentes en documentar que una vez que se hace público que el activista ha adquirido una posición en la sociedad, el valor de las acciones aumenta (lo que sustenta la hipótesis de que el mercado espera que la empresa aumente su valor tras la entrada del activista)⁶⁰. En consecuencia, le urge al activista adquirir una participación sustancial antes de que tenga que hacerla pública para garantizar que se va a extraer la máxima rentabilidad. Por otro lado, tampoco quieren poner sobre aviso a la sociedad de su inminente desembarco, con el fin de evitar que la sociedad se prepare y se arme para abolir el embiste.

En relación con la entrada de los activistas, hay dos cuestiones que merecen un apunte. La primera se refiere al desincentivo que suponen las obligaciones de transparencia de los socios significativos en las inversiones de los activistas. La segunda, a los llamados “*wolf packs*”⁶¹.

El análisis coste-beneficio de las reglas sobre transparencia de las posiciones de los socios significativos revela que pueden tener el efecto no deseable de obstaculizar el activismo. La mayoría de los países imponen obligaciones de transparencia tanto en relación con la identificación de los socios significativos, como en relación con el plazo para comunicar la información una vez traspasado este umbral. La regulación americana obliga a los accionistas significativos a comunicar su participación cuando alcanzan el 5%, y disponen de 10 días de plazo para hacer efectiva la obligación (el llamado “*13D Filing*”). En los ordenamientos europeos la regulación es más exigente. La Directiva sobre Transparencia impone requisitos mínimos, que pueden ser reducidos por los Estados, del 5% y de cuatro días⁶². El umbral del 3% es la regla española (art. 23 RD 1362/2007), pero también la del Reino Unido, Italia y Holanda. El plazo de 4 días es la regla española (art. 35 RD

⁵⁹ BECHT et al, (2009, p. 4) encuentran en su *case study* que los activistas americanos buscan apoyarse en institucionales americanos, dado que los fondos locales suelen ser menos proclives a colaborar con activistas agresivos anglosajones (US y UK). También BEBCHUK and JACKSON Jr. (2012, pp. 40-60).

⁶⁰ BRAV, JIANG, PARTNOY and THOMAS (2008, pp. 1729-1775); KLEIN and ZUR (2009, pp. 187-229); BEBCHUK, BRAV and JIANG (2015, pp. 1085-1156).

⁶¹ STRINE (2017); COFFEE and PALIA (2016); LU (2016).

⁶² Art.8 and Art.12 de la Directiva 2004/109/EC, reformada por la Directiva 2013/50/EU.

1362/2007), pero puede ser inferior, 2 días en Reino Unido, y sin plazo alguno -esto es, de inmediato-, en Holanda⁶³.

Pues bien, la racionalidad de estas medidas obedece a la protección de la transparencia en el mercado. Y aunque a primera vista pareciera un propósito loable, lo cierto es que entraña costes que merecería la pena sopesar con sus ventajas a la hora de diseñarlas e impulsarlas.

El principal es que una regulación restrictiva de estas dos variables -la *ratio* de propiedad que desencadena la comunicación y el plazo para ésta- golpea en la línea de flotación del negocio de los inversores activistas⁶⁴. La *ratio* de propiedad que los activistas pueden acumular en secreto, antes de verse obligados a comunicarlo, es relevante porque determina su retorno. Piénsese que la rentabilidad de su inversión viene de la recuperación del valor en bolsa de las acciones, que han adquirido a bajo precio, y que sucederá tras su intervención. En consonancia, cuanto mayor sea el *stake* que la ley permite acumular sin comunicarlo, y más amplio sea el plazo para hacerlo público una vez alcanzado el umbral, mayores serán en términos esperados los beneficios que reportará la intervención al activista. Lo que nos conduce a la conclusión de que cuanto más restrictivos sean los *stakes* permitidos sin comunicación al mercado, menos lucrativas en términos esperados serán las intervenciones para los activistas y, por lo tanto, disminuirán sus incentivos para rastrear el mercado en busca de empresas infravaloradas en las que poder intervenir y, de manera esperada, revalorizar. Este resultado es perjudicial para la promoción del activismo en las sociedades cotizadas: el mercado de influencia societaria liderado por los activistas se constreñirá, y con él, los beneficios añadidos en materia de supervisión y rendición de cuentas de los *controllers* que el mayor activismo puede producir.

La segunda cuestión que es preciso tener en consideración es el llamado "*wolf pack*", que hace referencia al fenómeno que se produce cuando varios activistas invierten en la misma sociedad, o existe a algún tipo de conexión entre varios activistas para actuar de manera concertada o paralela⁶⁵. Este sistema de coordinación incrementa considerablemente la *ratio* de éxito de las actuaciones de los *hedge funds*, dado que se asisten aportando información, recursos financieros o votos⁶⁶. No así porque su desembarco en la sociedad vaya a pasar inadvertido si la inversión de cada activista se mantiene por debajo del umbral de publicidad de los inversores significativos. Tanto la normativa americana como la Directiva

⁶³ En Reino Unido, Financial Conduct Authority, Disclosure Guidance and Transparency Rules (DTR), Chapter 5; en Italia, Art.120 Decreto Legislativo n. 58 de 24.2.1998, reformado por el Decreto Legislativo n. 25 of 15.2.2016; en Holanda, Art.5:33 Wet op het financieel toezicht (Wft), reformado por el Wet corporate governance of 15.11.2012

⁶⁴ BEBCHUK and JACKSON Jr. (2012, pp. 40-60).

⁶⁵ COFFEE and PALIA (2016, p.28).

⁶⁶ BECHT, FRANKS and GRANT (2010, pp. 23-24), muestran que la probabilidad de éxito de los activistas pasa del 46% al 78% si hay wolf packs.

de transparencia han sometido estas técnicas a las exigencias de publicidad cuando las participaciones conjuntamente traspasen el umbral establecido.

Con todo, los *wolf packs* representan un riesgo potencial para los activistas. Aunque no todos los grupos de activistas persiguen la misma agenda, más allá de aumentar el valor de la acción, desde la perspectiva tradicional de la acción concertada en materia de opas, estos grupos de activistas pueden despertar recelos si anuncian cambios en el consejo o cambios en el control. Por otro lado, desde la perspectiva del gobierno corporativo, la entrada de varios activistas puede impulsar medidas de creación de valor que de otra manera podrían peligrar debido a los frecuentes conflictos de interés de los fondos de inversión. Si, por ejemplo, el fondo no está en condiciones de secundar la sustitución de los administradores, o la entrada del activista en el consejo, la agenda del activista y su poder de negociación pueden verse comprometidos. En consecuencia, la aplicación de las normas de actuación concertada a los activistas ha de hacerse con cautela porque se corre el peligro de reprimir la cooperación entre activistas que puede ser provechosa para la creación de valor de las sociedades.

Con todo, la mayoría de los ordenamientos regulan la actuación concertada de manera restrictiva en orden a adquirir el control, pero no en cualquier otro supuesto. Lo normal es que los activistas inviertan por debajo del umbral de opa, y es improbable que, aunque aspiren a sentarse en el consejo, vayan a controlar la mayoría del mismo. Pero incluso en los casos en los que amenacen con cambios en el consejo o incluso con cambio de control, esto no significa que ambicionen disfrutarlo, u obtener beneficios privados provenientes del control, sino más bien maximizar el valor de su paquete cuando salgan, que es su negocio. El ejemplo del *Takeover Panel* británico es ilustrativo: para que los activistas que actúan coordinadamente estén obligados a presentar una opa obligatoria han de concurrir los dos supuestos: que adquieran por encima del 30% y que controlen la mayoría del consejo⁶⁷.

4.2.2. Las operaciones y estrategias de los activistas

Empecemos por el final, por las políticas que se proponen los activistas implantar en las sociedades en las que actúan. Son cambios de calado, y como es previsible, suelen contar con la discrepancia del equipo de gestión. Básicamente se ordenan en torno a cuatro categorías en función de su rentabilidad.

a. A la cabeza de su agenda están las reestructuraciones y desinversiones. Por un lado, impulsan racionalizar la operativa de la empresa a través de fusiones o escisiones, y, por otro lado, liberar inversiones y participaciones en negocios que poco tienen que ver con la actividad central o nuclear de la sociedad.

⁶⁷ Takeover Panel Practice Statement No 29, September 2009

<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wpcontent/uploads/2008/11/ps26.pdf>

b. El siguiente escalón tiene que ver con la asignación del capital. Urgen a las empresas en las que entran a repartir más dividendos. La lógica de esta política está bien acreditada en la literatura financiera y tiene que ver con incrementar la disciplina de los administradores, pero también con la idea de que el capital retorne a los socios y así puedan invertirlo dónde les resulte más rentable⁶⁸. Se aumenta así la competencia por la adjudicación de los recursos, porque no es evidente, frente a lo que a veces se piensa, que el capital retenido en las empresas vaya a ser invertido, por definición, en un uso más productivo.

c. A continuación estarían los desarrollos operativos, que se refieren a las sugerencias para mejorar el negocio como tal. Lo que pretenden es aportar su conocimiento y experiencia en *management* aplicado a la empresa en concreto. Esta línea de actuación es muy productiva incluso en empresas bien gobernadas y con buenos equipos de gestión.

d. Por último, reformas en el gobierno de la sociedad. Bien mirado, se podría pensar que se trata de una estrategia meramente instrumental para conseguir los otros objetivos. Las mejoras en el gobierno de la sociedad buscan, a fin de cuentas, aumentar la rendición de cuentas de los *insiders* y aumentar el valor de la empresa social. Un buen ejemplo es la determinación de los institucionales de las compañías americanas para que los *bylaws* otorguen mayor poder de decisión a los socios, sobre todo en cuestiones concernientes a facilitar la sustitución de los administradores⁶⁹. Esta presión de los socios obliga a los consejos a ser más profesionales y contar con administradores más expertos y competentes.

4.2.3. Guía para influir en el gobierno sin tener el control.

Los activistas pueden influir en la gestión y presionar a los gestores para implementar cambios por las buenas, de manera informal, o forzar sus reformas valiéndose de todos los mecanismos legales a su alcance. De hecho, ambas estrategias están entrelazadas: la capacidad de influencia informal de los activistas dependerá de la efectividad de los resortes formales con que cuentan para disciplinar a los gestores. Es decir, el poder de negociación de los activistas estriba en la fortaleza de los instrumentos jurídicos que tengan a su disposición para hacer valer sus propuestas. Y naturalmente, esta variable depende enteramente del sistema jurídico.

A la cabeza en el elenco de los mecanismos legales que dan poder a los activistas -y en la práctica constituyen un acicate poderoso para conseguir sus objetivos- se cuentan la existencia de mecanismos eficaces para sustituir a los administradores. Por ejemplo, un régimen de opas que las hace creíbles o un mecanismo de *proxy fights*. Otros mecanismos de voto tienen menos incidencia en el bienestar de los administradores para hacerlos receptivos a las iniciativas de los activistas. Conviene tener presente que, en nuestro

⁶⁸ SÁEZ LACAVE and GUTIÉRREZ URTIAGA (2015).

⁶⁹ Los esfuerzos se han centrado en eliminar blindajes anti-opa, los staggered boards, e introducir la majority rule (frente a la plurality rule) en materia de voto.

derecho, los socios de control son quienes, *de facto* ostentan efectivamente el poder de voto para nombrar y separar a los administradores.

Los estudios empíricos avalan que la manera preferida para influir por parte de los activistas, junto con otros inversores institucionales, consiste en tener contactos directos e informales con el consejo de administración⁷⁰. No se trata de encuentros al uso de la sociedad y sus inversores, como los *roadshows*, enmarcados dentro de las campañas de marketing de las sociedades para colocar y promocionar sus emisiones de valores. Los encuentros de naturaleza más privada y al más alto nivel con los inversores institucionales tienen el propósito de que los grandes inversores tengan la oportunidad de transmitir sus visiones y preocupaciones sobre cuestiones estratégicas o de gobierno de la sociedad, o incluso en relación con operaciones concretas. Si la sociedad está dispuesta a escuchar lo que los activistas tienen que decir, la colaboración entre activistas y gestores puede ser estrecha y fructífera, y conducir a que se realicen ajustes consentidos en las inversiones, operaciones o gobierno corporativo de la sociedad. Muchos activistas, en tanto expertos en gobierno y gestión, han ido adquiriendo credibilidad e influencia en estos años, incluso con participaciones modestas. Lo que ha motivado la invitación de algunas empresas a que entren en los consejos, y participen en la toma de decisiones de la empresa al más alto nivel⁷¹. El diálogo privilegiado y entre bastidores entre administradores de la sociedad e inversores institucionales es la cara más amable del activismo accionarial, que puede tornarse mucho más agria si el entendimiento no se alcanza⁷².

El siguiente escalón son las políticas de presión y de confrontación con el equipo de gestión, que es lo que en la literatura especializada se conoce como las campañas de activismo societario. Esta situación se plantea cuando los gestores no están dispuestos a aceptar de buena gana las propuestas de los activistas. La disputa salta entonces a la palestra pública y a los medios de comunicación, y se torna más acerba. Las razones por las que los administradores van a buscar la confrontación pueden ser básicamente dos. La primera es que honestamente consideren que las políticas que los activistas pretenden implementar reduciría el valor de la empresa. La segunda es que teman por la continuidad en sus puestos si permiten que los activistas prosigan con su agenda, que naturalmente es tanto más probable cuanto más disfuncional sea la empresa.

La intensidad del envite sube de tono, en efecto, cuando los activistas comienzan a compartir con el público su visión de la situación y futuro de la empresa. Su presencia en

⁷⁰ MCCAHERY, SAUTNER and STARKS (2016); SOLOMON and SOLTES (2015); DIMSON, KARAKAŞ and LI (2015); GOLDSTEIN (2014), disponible en <https://irrcinstitute.org/wpcontent/uploads/2015/09/engagement-between-corporations-and-investors-at-all-time-high1.pdf>. V. también CASCINO, CLATWORTHY, GARCIA OSMA, GASSEN, IMAM and JEANJEAN (2014).

⁷¹ El activismo más constructivo o colaborativo parece estar desbancando al más hostil de los comienzos, v. KRISHNAN, PARTNOY and THOMAS (2016, pp. 309-10).

⁷² MCCAHERY, SAUTNER and STARKS (2016, p. 2912).

los medios de comunicación o en redes sociales persigue la finalidad de desacreditar la labor de los gestores y poner el foco sobre la disfuncionalidad de sus políticas. Fragar alianzas con otros inversores importantes es otro de los objetivos. Se trata de buscar la cooperación de otros inversores para que apoyen con su voto las iniciativas y las propuesta de los activistas en la junta de accionistas -ya que solos no tendrían opción alguna-, y que, en el peor de los casos, podrían desembocar en la remoción y sustitución de los gestores⁷³. Informar, convencer y coordinar a otros inversores para que se coaliguen con el activista en contra de los administradores es una tarea ardua y laboriosa. Tiene, no obstante, beneficios, y es que, si otros inversores institucionales con horizontes a largo plazo, tales como los fondos indexados o los de pensiones, avalan las propuestas de los activistas frente a las de los administradores, se validaría su ventaja comparativa para crear valor. Esto, a su vez, disciplina a los activistas para decantarse por líneas de actuación que sean rentables y creen valor para los demás inversores, reduciendo los riesgos de cortoplacismo en su actuación.

Hay varias variables que deben tenerse en cuenta a la hora de valorar y predecir el buen fin de esta estrategia. Naturalmente, dependerá del poder de los accionistas en cada jurisdicción, es decir, en qué cuestiones los accionistas tienen poder de decisión o de supervisión. Pero por muy amplios que sean los derechos de control o de decisión de los accionistas que brinde el derecho de sociedades, su eficacia se puede ver comprometida por dos circunstancias. La primera es la presencia de socios de control con poder de veto. Si es así, la estrategia de los activistas de votar conjuntamente con los institucionales en junta está abocada al fracaso al no poder imponerse al poder de voto de los socios de control. La segunda variable se conecta con la autonomía y margen de maniobra de los inversores institucionales no activistas para confrontar a los administradores en función de su vinculación empresarial con la sociedad. Si votar en contra de las propuestas de los administradores y a favor de los activistas pudiera poner en riesgo sus negocios, es de esperar que opten por preservar sus relaciones amigables con el equipo de control.

El escenario más hostil consistiría en la batalla por el control. Los activistas suelen dar el pistoletazo de salida con la publicación de un *white paper* explicando sus planes para la sociedad. En este estadio, el objetivo de los activistas consistiría en forzar su entrada en el consejo, remover -al menos, parcialmente- a los administradores a través de un *proxy contest* o buscar un comprador para parte o todos los negocios de la sociedad. Dos observaciones son pertinentes. Es oportuno resaltar que el éxito de esta vía de actuación reside casi por entero en el Derecho de sociedades. En particular, de cómo estén pertrechados legalmente los socios externos para nombrar y separar administradores en contra del beneplácito de los socios de control. Si el derecho no cuenta con mecanismos jurídicos eficaces que permitan a los socios minoritarios entrar en el consejo o reclamar el cese y la sustitución de los administradores, el poder de negociación -y de ejecución llegado el caso- de los activistas e institucionales que se hayan sumado a ellos se vería seriamente mermado.

⁷³ GILSON and GORDON (2013, pp. 867, 889).

Sentado lo anterior, es importante evidenciar que va en aumento la tendencia de convenir o propiciar que las campañas hostiles de los activistas acaben en tablas a través de los conocidos como *settlement* o *standstill agreements*. Típicamente ambas partes hacen concesiones para solucionar el conflicto: la sociedad objetivo accede a que tengan su lugar en el consejo y, en contrapartida, los activistas renuncian a proseguir con el asedio. Estos convenios están en el foco de la discusión académica, y como todo lo que tiene que ver con los activistas, el debate está muy polarizado entre los que ven en ellos la extracción de beneficios privados por parte de los activistas⁷⁴, o en cambio, los que consideran que es una solución apropiada para favorecer la disciplina del equipo de gestión y el compromiso a largo plazo del activista con la sociedad⁷⁵.

4.3. El fantasma del cortoplacismo.

Una de las cuestiones que más atención ha acaparado y que, en buena medida, vertebra la discusión sobre la bondad o no del activismo empresarial se refiere, como ya sucediera con los cambios de control, al juicio de eficiencia acerca de los objetivos, planes y logros de los activistas. En esencia, se trata de desentrañar si los activistas son deseables porque crean valor en las empresas en las que invierten⁷⁶. O, por el contrario, si son indeseables porque su ganancia es: (i) meramente especulativa, independiente de su actuación en la sociedad (bien porque eligen valores infravalorados del mercado, o son capaces de anticipar movimientos en la industria); y/o(ii) cortoplacista, es decir, buscan ganancia a corto plazo, a costa de mermar los beneficios a largo plazo (por ejemplo, mediante operaciones de ingeniería financiera extraerían mayores dividendos para los accionistas a cambio de aumentar el endeudamiento)⁷⁷.

La razón que anima este debate salta a la vista, y es de *policy*: el juicio de eficiencia, -si los activistas son o no una innovación productiva en el gobierno de nuestras sociedades-, ha de motivar el sentido de la regulación legal, facilitando o, en sentido opuesto, penalizando su presencia en las sociedades, en función de aquel juicio. Por ello, merece la pena reparar en el estado de la discusión, que en última estancia se dirime en el terreno de la evidencia empírica.

En la literatura jurídica sobre el activismo y los activistas hallamos dos relatos contrapuestos, el del activista como villano y el del activista como héroe. El primero

⁷⁴ COFFEE (2017), disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3058319

⁷⁵ BEBCHUK, BRAV, JIANG and KEUSCH (2017), disponible en <https://ssrn.com/abstract=2948869> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2948869>

⁷⁶ MCCAHERY, SAUTNER, and STARKS (2016, pp. 2905 y ss.), llevaron a cabo un *survey* entre inversores institucionales y concluyen que los dos factores que les llevan a intervenir es el desacuerdo respecto a las políticas y estrategias empresariales de la sociedad y el gobierno corporativo, ambas cuestiones tienen que ver con el largo plazo.

⁷⁷ STRINE (2017); COFFEE and PALIA (2016). LIPTON (2013), disponible en <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/08/09/current-thoughts-about-activism/#more-50945>.

defiende que el activismo es una práctica perniciosa y que como tal debe ser combatida. El segundo incide en las ineficiencias producidas por la falta de supervisión de los *controllers* de las sociedades cotizadas, y subraya los beneficios derivados de la implicación de los socios para el gobierno corporativo y la rentabilidad de las sociedades.

De estas dos narraciones, la del villano ha sido de lejos la más persuasiva al describir a los activistas como unos inversores perniciosos y desleales, y al trasladar con eficacia la preocupación de que comportan una amenaza seria para las empresas (y para la economía del país en general). Su reproche de fondo viene a decir que como estos inversores buscan vender su participación en 3 o 5 años, auspiciarán políticas que satisfagan sus motivaciones e intereses privados, aunque con ello perjudiquen los intereses de la sociedad a largo plazo. Y, en consecuencia, restan crédito a su eficacia disciplinante, y desconfían de que aporten beneficio alguno en el gobierno corporativo y en la creación de valor. Como el objetivo último de esta corriente de opinión es influir en la escena política, tratan de buscar apoyos para que las sociedades puedan desplegar instrumentos para repeler la presión de los activistas, y para preservar o crear normativa legal que dificulte su entrada en las sociedades. No es de extrañar que los despachos de abogados especializados en defender a los administradores frente a los oferentes en los supuestos de ofertas públicas, se hallen entre los abanderados de la corriente anti-activista⁷⁸.

La evidencia empírica disponible tiende más bien a contradecir este relato sombrío. Actualmente hay evidencia consistente de altos retornos para el activismo de los *hedge funds* a corto plazo⁷⁹. Los estudios empíricos constatan que las acciones de las sociedades en las que invierten los activistas experimentan retornos anormales positivos y significativos, tanto cuando los *hedge funds* anuncian que han comprado una participación, como también después, cuando anuncian intervenciones en la sociedad que reducen el poder de los *insiders*. Estas actuaciones pueden referirse a cambios en el consejo, modificación de la política de dividendos, y reestructuraciones, pero también abarcan maniobras más drásticas tales como desinversiones y sustitución de administradores. Aunque existe un debate abierto sobre si estas acciones realmente aumentan el valor a largo plazo de la empresa, no hay evidencia de que los retornos positivos iniciales se vean posteriormente revertidos⁸⁰.

⁷⁸ LIPTON (2015).

⁷⁹ El rendimiento medio va desde el 5% al 10%. v. BRAV et al., (2008); KLEIN and ZUR (2009, pp. 187-229); CLIFFORD (2008, pp. 323-336); GREENWOOD and SCHOR (2009, pp. 362-375); BEBCHUK, BRAV, JIANG (2015, pp. 1085-1156); en relación con empresas americanas entre 1994 y 2014. En relación con otros mercados, v. BECHT, FRANKS, MAYER and ROSSI (2009, pp. 3093-3129); y BECHT et al., (2017).

⁸⁰ Respecto a los efectos del activismo a largo plazo, BEBCHUK, BRAV, JACKSON and JIANG (2013) y BEBCHUCK, BRAV and JIANG (2015); analizan periodos de tiempo de entre 3 y 5 años posteriores a la intervención de los activistas. Lo que descubren es que las intervenciones llevadas a cabo por los activistas en las empresas *target* hacen a las empresas más eficientes: mejoran sus resultados, aumenta la productividad de los trabajadores, y aumentan la eficiencia en la reasignación del capital. Este trabajo ha producido una importante discusión entre empiristas, en torno a la metodología utilizada, v. CREMERS, GIAMBONA, SEPE

Otra línea de reproche de los críticos del activismo accionarial se refiere a las inversiones en I+D. El argumento viene a decir que los activistas reducen las inversiones en investigación y desarrollo, con el consiguiente detrimento para la sociedad, y el bienestar general. Este argumento ya se manejaba en la década de los 80 en relación con las opas. Una vuelta de tuerca más en el discurso crítico sugiere una relación de causalidad entre un reparto de dividendos más generoso, que es una de las exigencias típicas de los activistas, y el recorte en la financiación de la investigación y el desarrollo que lleva a cabo la empresa.

Es cierto que el recelo que suscitan estos nuevos *raiders* puede estar justificado, sobre todo después de la crisis financiera y el descrédito que han sufrido los instrumentos financieros⁸¹. Las sospechas de cortoplacismo, es decir, en qué medida las estrategias llevadas a cabo por los activistas compromete el crecimiento a largo plazo de la empresa, no han sido totalmente descartados, por lo que el trabajo empírico en esta materia seguirá siendo necesario para dilucidar estas cuestiones.

Con todo, es difícil imaginar que muchos de los cambios obrados en el gobierno y la operatividad de las sociedades pudieran haberse llevado a cabo sin la intervención de los activistas. Pero hay un argumento que debe hacernos considerar que los riesgos cortoplacistas o conflictuales de estos inversores puedan estar conjurados o, al menos, reducidos por su manera de operar en la práctica, y tienen que ver justamente con su naturaleza de accionistas minoritarios. En efecto, como no son socios de control, necesitan formar equipos y recabar el apoyo de otros inversores, incluidos fondos tan poco sospechosos de cortoplacismo como los fondos de pensiones, para sacar adelante sus propuestas. Su capacidad para unir fuerzas es previsible que se interprete como un espaldarazo a la viabilidad a largo plazo de sus propuestas. Piénsese que, en un escenario de necesaria colaboración, los activistas necesitan argumentar y convencer al resto de accionistas, muchos de ellos de largo plazo, sobre la bondad de sus propuestas para el conjunto de la sociedad, lo que reduce los recelos de cortoplacismo.

and WANG (2015), disponible en www.ssrn.com/abstract=2603231. Y subiguiente replicas (incorporo solo la primera): BEBCHUK, BRAV, JIANG and KEUSCH (2015), disponible en corpgov.law.harvard.edu/2015/12/10/the-long-term-effects-of-hedge-fund-activisma-replyto-cremers-giambona-sepe-and-wang/. Otros autores, como GREENWOOD and SCHOR (2009) argumentan que tales beneficios solo ocurren en empresas que cambian el control mediante opas. Un trabajo distinto, pero muy interesante a favor de los resultados en el largo plazo es el de SWANSON and YOUNG (2016), disponible en <http://ssrn.com/abstract=2823067>. Estos autores se fijan en la reacción de tres actores a la información del mercado –analistas financieros, *short-sellers*, e inversores institucionales- y encuentran entre otras cosas, que los inversores institucionales de largo plazo invierten en sociedades en las que entra un activista y los vendedores a corto salen.

⁸¹ El voto vacío ejemplifica el caso de interés individual en el caso de los *hedge funds*, v. HU and BLACK (2008, pp. 640–42).

5. *Activistas y empresas controladas*

El coste del activismo nos ilustra acerca de otra cuestión de vital importancia en el caso de jurisdicciones como la española, y se refiere a la escasa atención que han merecido los activistas en las empresas con socios de control.

El estudio empírico más ambicioso sobre actuación de los inversores activistas, el de Becht et al., analiza casi 1.800 intervenciones de activistas en 22 países. La conclusión a la que llegan es que las actuaciones de los activistas son sustancialmente más numerosas en jurisdicciones con capital disperso, como Estados Unidos o Reino Unido, frente a las jurisdicciones en las que predominan las sociedades con socios de control. Los activistas no solo prefieren las sociedades de capital disperso frente a las de capital concentrado para invertir, sino que los datos atestiguan que en aquellas alcanzan mayor probabilidad de éxito en sus campañas (56% en USA, frente al 46% en Europa) y son más rentables.

Como es sabido, las sociedades controladas adolecen de sus propios riesgos e ineficiencias, particularmente el riesgo de extracción de beneficios privados por parte de los socios de control, por lo que, en principio, debieran atraer la atención de activistas en busca de empresas infravaloradas. Una interpretación de por qué los activistas prefieren invertir en sociedades de propiedad dispersa y son reacios a hacerlo cuando hay socios de control, nos llevaría a pensar que la estructura de propiedad concentrada actúa como barrera de entrada frente a estos inversores. Nótese que, en sociedades controladas, los activistas, con el apoyo necesario de otros inversores, buscan “rebelarse” contra los socios de control, y tratan de introducir cambios en la relación simbiótica establecida entre sociedad y socio de control. Y, naturalmente, oponerse al socio de control resulta más arriesgado e incierto que oponerse a los gestores en las sociedades de capital disperso. La razón se atisba sin esfuerzo: el poder de voto del socio de control desactiva con relativa facilidad cualquier amenaza de activismo por parte de los socios minoritarios, por muy significativos que sean. Por muchos derechos de voz y de participación de que dispongan los socios para hacer propuestas y propiciar sus reformas, caerán en saco roto si el socio de control tiene poder de veto. Ni qué decir de la sustitución de los administradores designados por el socio de control, o de entrar en el consejo sin el beneplácito o el acuerdo con aquel. Resulta lógico pensar que, como los activistas tienen recursos limitados, se ven obligados a priorizar sus *targets* y, por ello, renuncian a colocar su dinero en inversiones que no les capacitan para influir eficazmente en la sociedad, ni rentabilizar su desembolso.

No obstante, hay otra explicación que podría complementar la anterior. La observación de la brecha respecto al impacto del activismo entre Estados Unidos y Europa Continental puede atribuirse a la distinta estructura de propiedad, pero también a otros factores de índole jurídica, histórica o cultural que explicarían que las jurisdicciones Europeas fueran

menos proclives al activismo o estuvieran peor pertrechadas para combatir a sus *insiders* más señalados y representativos, los socios de control⁸².

El caso paradigmático para ilustrar esta idea la encontramos en el *proxy fight*. En el banco de datos que nos proporciona la experiencia americana, el mecanismo más poderoso de negociación de los activistas frente a los administradores es la capacidad de destituirlos⁸³. Cuanto más creíble sea la amenaza de sustitución, mayor será el estímulo de los activistas sobre los administradores para aceptar sus cambios en la sociedad. En cambio, en las jurisdicciones con fuerte presencia de sociedades con socios de control, los activistas no estarían equipados con armas eficaces que les pueden procurar capacidad de influencia real para persuadir al equipo gestor (*rectius*, al socio de control).

De hecho, la experiencia anecdótica en estas sociedades pone de manifiesto que las actuaciones de los activistas es más discreta, o si se prefiere, de perfil más bajo en jurisdicciones con socios de control⁸⁴. La estrategia preferida suele ser la cooperación y los contactos reservados, en lugar de patrocinar y capitanear campañas hostiles y públicas. En parte porque los derechos legales de los minoritarios, aunque extensos, les dan poco margen de maniobra y de negociación frente a los socios de control. Los trabajos empíricos ponen de manifiesto que los activistas se muestran reacios a entrar en empresas controladas, y que cuando lo hacen, es debido a circunstancias especiales, ligadas a situaciones financieras delicadas de las mismas. Por lo demás, su activismo en estas empresas se dedica a optimizar las decisiones empresariales. En jurisdicciones con mecanismos débiles de cambio de control, como suele ser el caso de los países de nuestro entorno, los activistas se esfuerzan más en entrar en el consejo que en desbancarlo. También parecen ser eficaces en la implementación de reformas cosméticas, como pueden ser algunas de las recomendaciones de buen gobierno corporativo, pero encuentran una enorme resistencia en relación con las decisiones de mayor calado⁸⁵.

⁸² BECHT, et al, (2017, pp. 2946-2948). También KATELOUZOU (2015, pp. 851-853).

⁸³ KASTIEL (2016, p. 109).

⁸⁴ CHEFFINS and ARMOUR (2012) argumentan que las manos de los activistas están muy atadas en las sociedades controladas, y que las únicas vías de actuación que pueden aprovechar tiene que ver con conflictos entre socios, especialmente en sociedades familiares, y el ejercicio de los derechos de los socios, especialmente si existe la posibilidad de que la minoría pueda nombrar administradores.

⁸⁵ BECHT et al. (2009) examinan 362 intervenciones de activistas en empresas europeas desde 2000 a 2008 y concluyen que la ganancia de los activistas depende de la capacidad de los fondos de convencer y persuadir a la familia en el control sobre los beneficios que supondrían la implementación de sus recomendaciones en términos de mayor eficiencia en la explotación del negocio. EREDE (2013, pp. 328-93) estudia el caso específico de la presencia de los hedge funds en empresas italianas y concluye que la estrategia que siguen es de perfil bajo, negociando en vez de haciendo uso de sus derechos a la hora de nombrar administradores.

6. *Los determinantes legales del activismo empresarial en sociedades españolas.*

6.1. **La influencia societaria en España y sus vías de penetración**

Los apartados anteriores nos han llevado a la conclusión de que los activistas están en grado de contribuir a mejorar la gestión y aumentar el valor de las empresas en las que invierten. A la hora de elegir sus *targets*, valoran la estructura de propiedad de las empresas, pero también, singularmente, el *habitat* legal en el que se desenvuelven. Existen mercados y ordenamientos en los que la acción de los activistas se ve facilitada, al contar con mecanismos eficaces a su alcance para llevar a cabo sus propósitos con éxito. Otras jurisdicciones se orientan más bien a obstaculizar la entrada de los activistas en sus sociedades. La propensión de los sistemas jurídicos a inclinarse en favor o en contra del activismo es más crucial, si cabe, en presencia de socios de control, porque la estructura de propiedad concentrada disuade naturalmente al activismo, y la inversión de los socios significativos resulta más rentable -en términos de beneficios privados- si se participa en el control.

Bien mirado, los costes de agencia ligados a la actuación de los socios de control son más difíciles de domar y disciplinar que los relacionados con los administradores, pues no en balde los primeros son propietarios y los segundos no lo son. Por ello, mecanismos de probada eficacia frente a los administradores pueden resultar irrelevantes, o incluso, contraproducentes, en entornos de capital concentrado. El caso del derecho de voto de los socios es paradigmático: otorgar derechos de voto no promueve el activismo accionarial -ni la protección de los socios externos- si hay socios de control con poder de veto. Curiosamente, en Estados Unidos hay más propuestas de los accionistas que en Europa Continental, a pesar de que la regulación legal en los países de nuestro entorno facilita sobre el papel la participación de los socios, mientras que la americana la penaliza. La clave para que haya realmente activismo accionarial reside, por tanto, en facilitar la entrada de los activistas, y permitir que puedan usar instrumentos adecuados que les proporcionen poder de negociación y de influencia.

En este apartado nos vamos a fijar en nuestro derecho en materia de activismo. Este análisis abarcaría dos dimensiones. La primera tiene que ver con el mercado de influencia societaria y los costes que se imponen a los activistas para entrar en este mercado, al que se ha hecho referencia más arriba (v. supra 4.2.1). La facilitación de la entrada de los activistas por esta vía se presenta conflictiva desde presupuestos jurídicos. El *secret buying* tiene el inconveniente del trato desigual. Lo que gana el que está comprando secretamente, se lo está apropiando a los que se lo han vendido sin saber que se lo han vendido a él. Y aunque a la postre es eficiente, presenta un problema de *fairness* difícil de soslayar. Por eso la vía de que el derecho de sociedades empodere a los activistas es más prometedora, y a la que me voy a referir a continuación.

La segunda dimensión se refiere a los instrumentos con los que cuentan los activistas para influir en las sociedades españolas en las que inviertan. *La clave es que los activistas para ser eficaces y llevar a cabo sus propuestas necesitan convencer al consejo o a los otros inversores.* Sea como fuere, ambas vías se retroalimentan entre sí.

(i) Para influir en el consejo es conveniente que los interlocutores, los consejeros, cuenten con las habilidades para valorar las estrategias empresariales que sean más adecuadas para la creación de valor. Por eso, la entrada de los activistas en las sociedades está asociada a la remodelación de los consejos. En teoría, el sistema de selección de los administradores que prevé la legislación societaria española permite que equipos de directivos compitan entre sí y traten de convencer a los accionistas de que su experiencia y sus propuestas mejorarán los resultados empresariales de la sociedad. En la práctica, sin embargo, la junta de accionistas acaba votando a pies juntillas los candidatos propuestos por los administradores (sin duda alguna, cuando hay socios de control). El propósito de promover la competición es subir el listón del capital humano al servicio del gobierno de la sociedad, y sustituir a los consejeros que no cumplen con los estándares de profesionalidad deseables⁸⁶. Un sistema eficaz de *proxy fights* permitiría a los activistas, con la ayuda de otros inversores institucionales, reemplazar a los consejeros menos competentes. Anticipando el riesgo de que se materialice esta eventualidad, es de imaginar que los *insiders* tendrían incentivos para elevar la calidad de los consejeros que promueven, primado en mayor medida la competencia y los méritos sobre la docilidad cuando proponen a las personas que se van a encargar de administrar la sociedad.

Con todo, la manera más directa y eficaz de convencer al consejo es siendo parte del mismo. Por eso uno de los objetivos será nombrar un consejero dominical que pueda argumentar en favor de la agenda del activista en el seno del órgano de administración. El sistema de representación proporcional adolece de muchos defectos, y sería razonable modernizar y simplificar su diseño en la línea del *voto di lista* del derecho italiano⁸⁷. Con todo, en principio permitiría que el activista, apoyado por los otros inversores institucionales, pudiera nombrar consejeros dominicales. Falta por ver cómo reaccionarían los *insiders* frente a este riesgo, visto lo que han peleado en el pasado para imposibilitar la entrada de los minoritarios en el consejo, tras conseguir que, de facto, la norma de la representación proporcional sea papel mojado en muchos casos a través de la doctrina del competidor⁸⁸. Multitud de sociedades han ganado la batalla a los minoritarios ante los

⁸⁶ BOREK, FRIESNER and MCGURN (2017).

Los autores analizan el impacto en la composición de los consejos en empresas americanas entre 2011 y 2015, y las conclusiones que arroja indican que el activismo ha llevado a cambios en la composición de los consejos. En particular, los activistas promueven consejeros más independientes y con mayor experiencia financiera. Por su parte, los estudios empíricos ponen en evidencia que un sistema de *proxy fights* eficaz, permite a los activistas mejorar la sustitución de los administradores menos capaces, y por tanto, aumentar la rendición de cuentas del equipo de gestión, v. GOW, SEAN SHIN and SRINIVASAN (2016).

⁸⁷ Art. 147 ter TUF.

⁸⁸ SÁEZ LACAVE (2012).

tribunales, siguiendo la doctrinada sentada en casos tan notorios, por la envergadura de la empresa, como el de FCC/Acciona o el de ACS/Iberdrola. Adicionalmente, la evidencia empírica parece acreditar que la entrada de hedge funds en sociedades controladas esta correlacionado con la presencia de consejeros nombrados por los minoritarios⁸⁹.

(ii) En lugar de, o junto a la anterior, el activista puede concentrar esfuerzos sobre el funcionamiento efectivo de la junta y elevar desde aquí la fiscalización a los administradores e, indirectamente, al socio o socios de control. La vía más prometedora de hacerlo es a través de las facultades de la junta para intervenir en la gestión de la sociedad. En particular, la posibilidad de influir activamente a través del 161 LSC puede ser determinante si las dificultades en la operativa del sistema proporcional han dejado en nada las perspectivas de los activistas de entrar en el consejo. Entonces, las vías de acción a través de la junta pueden constituir mecanismos de presión a los *insiders*, porque obligan a levantar el secreto de los debates en el consejo, y desvelar cuestiones que preferirían no tener que contar si pueden dejarles en mal lugar ante ojos ajenos y hacer mella en su reputación. De hecho, la amenaza de intervenir en la gestión a través del 161 LSC puede funcionar como un acicate que fuerce a los *insiders* a replantear la negativa y defensa de la sociedad frente a la entrada de los activistas en los consejos.

6.2. Las claves del art. 161 LSC como mecanismo de influencia societaria

6.2.1. Racionalidad y operatividad de la regla

El propósito de este apartado es ofrecer un marco teórico –confío que más ajustado del que suele ofrecer la doctrina estándar- que nos permita descifrar la funcionalidad de la regla que consagra las instrucciones de la junta al consejo en materia de gestión en sociedades cotizadas (art. 161 LSC), en particular con la mira puesta en su papel de mecanismo de ejercicio de la influencia societaria por accionistas activistas pero que no disponen de poder de control en la sociedad. En realidad, mi impresión es que difícilmente puede el intérprete internarse en desbrozar el significado del art. 161 LSC en las sociedades cotizadas sin reparar en el notable papel que los activistas y los inversores institucionales pueden jugar.

Como sabemos, otorgar mayor poder de decisión a los accionistas se ha convertido en la más reciente tendencia de gobierno corporativo en el plano internacional. El empoderamiento de los socios tiene como objetivo (realizable o no, y en qué grado, es otra cuestión) reducir las ineficiencias y los costes de agencia que padecen las sociedades cotizadas, reforzando la supervisión interna de los socios sobre los administradores y otros *insiders*. La iniciativa se ha ido abriendo paso en medio de la polémica, propiciada, por un lado, porque el empoderamiento de los socios ha venido de la mano de la entrada de los activistas en las sociedades cotizadas, a sabiendas de los recelos que despierta su modelo de negocio en amplios sectores de la literatura jurídica, de los que ya hemos dado cuenta.

⁸⁹ KASTIEL (2016, pp. 130-140).

El otro frente de resistencia tiene que ver con que la ampliación de los derechos de voz de los socios ha removido el tablero de juego, el equilibrio de poderes de decisión dentro de las sociedades cotizadas. Las prevenciones de la doctrina frente a la reconquistada autoridad de los socios se concretan en argumentos de distinto calibre, que van desde razones o motivos de eficiencia en la toma de decisiones, a consideraciones más etéreas, que parecen contraindicar, e incluso proscribir, alteraciones estructurales en el gobierno de la sociedad, fijadas de manera inamovible y necesaria por los tipos societarios.

La tesis que me dispongo a defender sostiene que el art. 161 LSC representa un exponente –superlativo y anormal (no me consta que exista en ninguna otra jurisdicción)⁹⁰– del empoderamiento de los activistas en materia de cotizadas. La autoridad de la junta, en efecto, escala de nivel y se convierte en proactiva en asuntos de gestión. Se trata de una innovación en materia de gobierno corporativo que, hasta donde he podido averiguar, no tiene parangón en el derecho comparado de nuestro entorno. En efecto, lo habitual es que los ordenamientos, incluido el nuestro, encaucen el empoderamiento de los accionistas de las sociedades cotizadas a través de reglas –vinculantes o no– de “autorización” de actos de gestión de cierta trascendencia. Los artículos 160 f) LSC–la autorización respecto de la enajenación o adquisición de activos esenciales– y 541 LSC –el llamado *say-on-pay*, o el voto consultivo relativo al informe de remuneración de los administradores– han de interpretarse en estas coordenadas⁹¹. Este tipo de reglas han florecido en el entorno internacional y constituyen el prototipo de empoderamiento en los países de nuestro entorno⁹². En cambio, la regla española de las instrucciones de gestión constituye un

⁹⁰ Hasta La reforma de ley alemana (AktG) de 1937 se preveían las instrucciones de la junta, v. FLEISCHER (2007), "Kompetenzen der Hauptversammlung – eine rechtsgeschichtliche, rechtsdogmatische und rechtsvergleichende Bestandsaufnahme", en BAYER und HABERSACK, *Aktienrecht Im Wandel*, Mohr Siebeck, paras. 9.6-9.7.

⁹¹ No es éste lugar para examinar la doctrina española al respecto, que a mi entender, ha estado, con frecuencia, desencaminada. Sorprende que permanezcamos tan aislados de los debates internacionales sobre el gobierno corporativo y, en particular, del papel que desempeña el voto de los accionistas para reducir las ineficiencias de las sociedades más emblemáticas, las cotizadas. Por lo que parece, seguimos enfatizando cuestiones largamente superadas en ordenamientos cercanos al nuestro. Por ejemplo, entre nosotros, los problemas de régimen legal de la remuneración de administradores se plantean en buena medida en relación con sociedades cerradas, y el debate sobre la adquisición o enajenación de activos esenciales se ha centrado en si la decisión de la junta o su ausencia tiene eficacia externa, en relación con los terceros que contratan con la sociedad. A pesar de que la regla se introduzca en un apartado que lleva a equívocos, la facultad de la junta en materia de activos esenciales o de remuneración es, materialmente, de supervisión o fiscalización (por mucho que se diga que es una competencia propia, o inherente, o implícita). Si se mira con atención, la junta realmente no propone, simplemente autoriza las decisiones sobre remuneración o sobre activos esenciales que realizan los administradores como parte de sus tareas de gestión.

⁹² La regla del art. 160 f) LSC no es una excepción en el panorama del derecho comparado, y a pesar de las particularidades de cada ordenamiento, parece encontrar entre las cotizadas su hábitat natural. El precedente más cercano lo encontramos en el capítulo 10 de las *Listing Rules* del Reino Unido, que establecen el voto obligatorio de la junta si la sociedad compra un activo esencial, cuya relevancia se establece a través de umbrales financieros que permitirían activar la protección de los socios minoritarios.

estadio ulterior en materia de empoderamiento porque permite a los activistas desafiar y corregir directamente (intentarlo, cuanto menos) las propuestas de los *insiders* desde la junta. Pero para estar en condiciones de poder apreciar su trascendencia, es conveniente confrontar la regla del art. 161 LSC con las otras reglas que amplían las facultades de supervisión de la junta.

Empecemos, pues, por el examen de las reglas de supervisión al estilo de los arts. 160 f) o 541 LSC. Conviene advertir que la función que cumplen estas reglas en materia de sociedades cotizadas no se entiende bien desde ciertos presupuestos dogmáticos tradicionales. La doctrina tradicional sobre distribución de competencias no es una buena guía para escrutar la operatividad de estas reglas en la realidad –tampoco, por cierto, la del 161 LSC-. En efecto, ha sido doctrina común entender que el sistema de competencias exclusivas y excluyentes de socios y administradores deriva de su posición orgánica y se revela como un juego de suma cero: las competencias que gana la junta las pierden los administradores (incluidas las de representación). Esta aproximación ayuda poco a entender –y a optimizar- cómo se toman las decisiones en las sociedades y, además, llevada a rajatabla conduce a soluciones inapropiadas.

En cambio, los criterios de eficiencia y de creación de valor a través de la intervención de distintos órganos e instancias son de mayor ayuda a la hora de indagar la tarea que tales reglas tienen encomendada. Siguiendo esta manera de pensar, se vislumbra que *el propósito último de reforzar los mecanismos de rendición de cuentas ex post mediante el voto de los socios es*

Las adquisiciones se evalúan a través de los llamados "*class tests*". Cada prueba emplea una medida diferente: la relación de activos brutos, capital bruto, ganancias y la ratio entre la contraprestación ofrecida y la capitalización del adquirente según valor de mercado. Las ofertas que exceden el 25% en cualquier prueba se denominan transacciones de Clase 1 y requieren un voto obligatorio de los accionistas. En cambio, las transacciones por debajo del 25% no han de someterse al voto de la junta.

El derecho alemán también ha incorporado reglas similares a través de la interpretación jurisprudencial, al menos en relación con operaciones análogas a las modificaciones estructurales, como es el caso de la filialización en grupos. En este caso, la fundamentación del voto de los socios se hace descansar en un principio general (*ergo*, la teoría de las competencias implícitas o no escritas de la junta, con la que el BGH, en la famosa sentencia *Holz Müller*, busca desarbolar la clara dicción del § 119.2 AktG que restringe la autoridad de los socios en una lista de materias). Su aplicación –que es menos mecánica que en el caso inglés- ha venido suscitando muchas dudas. Con todo, y aunque sentencias posteriores, *Gelatine I* y *II*, han tratado de clarificar su aplicación buscando mejor sustento en el § 179 AktG, la incertidumbre no parece del todo disipada, al menos a la vista de la sentencia del OLG Frankfurt, del 7 de diciembre de 2010 (NZG 2011, 62), que establece que la doctrina *Holz Müller* no encuentra aplicación en la adquisición de activos importantes o relevantes (al menos si los administradores están autorizados en estatutos).

Tampoco lo son el art. 529-novodecies en conexión con el 541 LSC, que introduce en nuestro ordenamiento el llamado *say-on-pay* (se podría traducir libremente como dar voz sobre la remuneración). Muchas empresas han ido adoptando internamente políticas de *say-on-pay* de modo voluntario durante la última década y además algunos países las han impuesto por ley (Reino Unido en el 2006 y Estados Unidos en el 2011). La Directiva modificada sobre los derechos de los accionistas de 2017 lo incorpora con carácter general y vinculante para las jurisdicciones europeas.

obstaculizar las adquisiciones o remuneraciones improductivas y obligar a los administradores a adoptar mejores decisiones ex ante. En efecto, los administradores, sabiéndose fiscalizados por la junta *ex post*, serán más cuidadosos y vigilantes a la hora de decidir sobre determinadas transacciones de gestión claves, bien porque sean fuente de onerosos conflictos de interés, o para prevenir el exceso de confianza de los administradores en operaciones de importante trascendencia económica que no necesariamente son beneficiosas para los socios (a sabiendas de que los administradores, al gestionar un patrimonio ajeno, disparan con pólvora del rey).

Se trata, en definitiva, de proveer a los administradores con los incentivos adecuados para garantizar la eficiencia en la adopción de transacciones conflictivas o singularmente relevantes. La autorización despliega así una eficacia disuasoria o preventiva: los administradores interiorizarán un estándar más exigente de control y disciplina, a fin de evitar que la eventual denegación de la junta les acarree un perjuicio reputacional –a fin de cuentas, constituye una censura “pública” a su actuación-. Por eso, como muestran los estudios empíricos, en equilibrio, todas las propuestas de adquisiciones o de remuneración serán aprobadas por la junta, porque aquellas que se consideren indeseables para los socios –los malos negocios o las remuneraciones gratuitas o infundadas-, anticipando que no prosperarían, no las presentará el consejo a la junta⁹³. Únicamente las retribuciones razonables –que permitan incentivar el esfuerzo y el talento de los administradores en lugar de extraer beneficios privados- y los buenos negocios –que sirvan al interés común de los socios en vez de aprovechar al interés personal de los administradores o a su ambición de “crear imperios”- tendrán franca la entrada a la junta de cara a su aprobación.

Lo anterior viene a sustentar la idea –empíricamente bien contrastada y acreditada- de que el voto de los socios en estas cuestiones mejora el gobierno corporativo y aumenta el valor de las sociedades que están sometidas a tal requisito.

Con esta perspectiva, no es difícil apreciar que las instrucciones al consejo se introducen en un nuevo estadio en el empoderamiento de los socios en sociedades cotizadas, cuyas claves trataremos de indagar en esta sección. La autoridad de los socios como origen de instrucciones de gestión excede de las funciones de control y supervisión ejercitadas a través de la censura de la actuación de los administradores, y se adentra en la tarea, de naturaleza más especializada, de ofrecer –mejores, presuntamente- pautas de gestión a los administradores que las adoptadas espontáneamente por estos. Lo que significa que el empoderamiento de los socios es por esta vía de mayor envergadura para la posible creación de valor para la sociedad, y en consecuencia, su potencial de afectación al interés de los socios es de magnitud superior. A mi modo de ver, las líneas maestras tras la cuestión son básicamente dos.

⁹³ BECHT, POLO and ROSSI (2016, pp. 3035–3067); CUÑAT, GINE and GUADALUPE (2016, pp. 1799–1824).

6.2.1. a La regla como mecanismos de gestión

La primera coordinada se refiere a los costes de información de los socios y las asimetrías de información entre junta y consejo de administración (v. *infra* 6.2.3). El análisis coste-beneficio de la regla pone de manifiesto que el sistema de instrucciones para intervenir en la gestión agrava sustancialmente las carencias que derivan del coste de información de los socios. El punto de partida es de sobra conocido: la especialización de la gestión respecto de la propiedad se debe a que los administradores cuentan con mejor información y mayor *expertise* gerencial. Esto no significa que los socios deleguen todos sus derechos de control a los administradores, sino que retienen derechos de supervisión de quien gestiona de forma directa. Desde esta perspectiva, cualquier mecanismo de rendición de cuentas, de autorización de la gestión o incluso de revocación de los miembros del consejo está llamado a superar las indudables asimetrías de información a fin de poder colocar a los socios en buena posición para controlar con conocimiento de causa las actuaciones de los gestores. Estos costes los vamos a llamar costes de supervisión.

En cambio, en el caso de las instrucciones de gestión, la junta no supervisa una actuación previa de los administradores, sino que discrecionalmente ordena las actuaciones a seguir o emprender por éstos. En este contexto, los costes asociados a la información asimétrica de los socios merecen una doble consideración. Por un lado, se incrementa el riesgo de adoptar una decisión errónea sobre la base de imperfecta o incompleta información a disposición de la junta. La información de carácter técnico es, por definición, especializada, y difícil de comunicar o trasladar, porque no sólo consta de información verificable y contrastable, sino también de otra más sensible y sutil, la llamada *soft information*, cuyo contenido no puede garantizarse y verificarse externamente, o solo con margen de error o ruido en su percepción. Por otro lado, aunque los socios pudieran conseguir la misma calidad de información que la que tienen los administradores, los costes de información se estarían incurriendo por duplicado, lo que encarece su obtención y empleo.

6.2.1. b La regla como mecanismos de control y disciplina

La segunda directriz tiene que ver con el carácter de mecanismo formal de presión de la norma legal (v. *infra* 6.2.6). Desde esta óptica, el art. 161 LSC ha de verse como un potente instrumento de “amenaza” de interferencia y, en consecuencia, de control y disciplina de los administradores. El mecanismo de las instrucciones es un acicate para que los gestores depongan una estrategia defensiva y se avengan a aceptar la influencia de inversores activistas y a negociar con estos los cambios que se propugnan en la gestión de la sociedad. Piénsese que cuánto mayores sean las ineficiencias en la gestión y la *ratio* de beneficios privados de los *insiders*, más tentaciones experimentarán los administradores para atrincherarse y optar por la senda del conflicto con los activistas. En cambio, si los beneficios privados son bajos, los obstáculos para que los activistas entren en el consejo se relajan en términos relativos. El instrumento formal de dar instrucciones ex art. 161 LSC recuerda en cierta medida a las *poison pills* americanas, que son muy efectivas como

medidas anti-opa, aunque nunca se hayan activado. La clave –o el “veneno” para los administradores en este caso- estriba en que las instrucciones perjudiciales o gravosas de la junta no descargan a los administradores de su responsabilidad. Con esa baza en la manga, la oposición de los administradores está llamada a relajarse. No es dudoso que los primeros perjudicados por errores de decisión serán, en su caso, los socios y el patrimonio social. Pero lo relevante es que la responsabilidad de los administradores opera para evitar el oportunismo y la falta de cooperación de los administradores en relación con la información y la ejecución de las instrucciones de la junta que ellos como administradores no comparten. La política de confrontación puede disparar por la culata a los administradores y producir que estos se vean envueltos en situaciones no queridas de riesgo de responsabilidad por decisiones que la junta ha adoptado, riesgo al que son muy sensibles y personalmente aversos.

6.2.2 Las limitaciones del análisis dogmático o tipológico

Llegados a este punto corresponde poner de manifiesto que el análisis al uso que la doctrina ha venido elaborando sobre las instrucciones de la junta –muy dependiente del “tipo” de la sociedad de responsabilidad limitada y, en general de las sociedades cerradas- es poco esclarecedor en el contexto de las sociedades cotizadas⁹⁴. Es oportuno recordar que la funcionalidad de las reglas del derecho de sociedades se determina en función de la estructura y la propiedad de la sociedad en la que se aplica. Esto es importante tenerlo en cuenta porque normas que pueden tener sentido y ser productivas en sociedades cerradas, pueden resultar irrelevantes o incluso contraproducentes en sociedades cotizadas. En cambio, el tipo social por sí mismo –que a fin de cuentas es una “creación” del Derecho de sociedades-, es una herramienta muy defectuosa para explicar la funcionalidad de las reglas en materia societaria o enjuiciar sus consecuencias en la realidad.

La intervención de la junta en los típicos ámbitos de competencia del consejo es un claro ejemplo de ello. Como es sabido, se trata de una regla que tiene su origen en las sociedades limitadas y que se explica por la participación activa de los socios en la gestión de –muchas, acaso- estas sociedades: conviene recordar que en buen número de casos el negocio en común comporta el medio de vida de todos o de varios socios, a pesar de que se haya apostado por cierta especialización del órgano de gestión. Al ser sociedades muy contractuales, la separación de competencias entre los “órganos”, es más formal que real. Con mucha frecuencia, los administradores son a la vez socios, o si no lo son, están directamente tutelados por el socio mayoritario. Y a su vez los socios, frecuentemente con fuertes inversiones específicas, tienen incentivos para supervisar de cerca la gestión y abrigan visiones idiosincráticas –personales- sobre cómo se ha de gobernar la sociedad y el negocio. El empoderamiento natural de los socios de estas sociedades puede administrarse a través de un mecanismo formal de voz en la junta, o a través de otras fórmulas pactadas contractualmente: no es raro que los pactos parasociales incorporen acuerdos relativos a

⁹⁴ V. por todos, la monografía de GARCÍA VIDAL (2006).

cuestiones de gestión de la sociedad (*business plan*, intervención de los socios en operaciones de activo o de pasivo por encima de ciertos importes, etc.).

Naturalmente, esta situación no cambia necesariamente porque la estructura formal o jurídica del negocio sea una sociedad anónima. Hay muchas sociedades anónimas que responden al mismo modelo de negocio que se acaba de exponer: sociedades cerradas con socios “activos”, próximos o involucrados en la gestión, sean o no formalmente administradores. Y aunque la regla se gestó para las sociedades de responsabilidad limitada, la aplicación de la regla por analogía a las sociedades anónimas cerradas no implica mayores dificultades.

Pero la situación es bien distinta si la sociedad anónima en cuestión resulta ser una cotizada. De hecho, a primera vista la regla del 161 LSC parecería una mala idea para sociedades bursátiles, con inversores fragmentados y dispersos, aquejados de fuertes asimetrías de información, además de graves problemas de coordinación y de acción colectiva. En este escenario, preservar la integridad de las competencias de gestión en poder de los administradores y aislar a estos de la intromisión de los socios parecería la solución más eficiente, aun a costa de incrementar considerablemente los costes de agencia. A fin de cuentas, no tendría mucha lógica dar poder de decisión de gestión a los socios cuando no van a estar en condiciones de hacer uso efectivo del mismo -por los problemas de acción colectiva-, ni de proponer vías alternativas de creación de valor -por la falta de *expertise* y criterio empresarial de los socios-, salvo que el mecanismo estuviera configurado para preservar el poder de otros *insiders* sobre los administradores, los socios de control⁹⁵.

O al menos éste era un juicio realista hasta que hicieron su aparición los activistas y los inversores institucionales. Si las sociedades cotizadas cuentan con que su capital externo está concentrado en manos de inversores profesionales e informados, como es el caso de los institucionales, la posible injerencia de la junta en materia de gestión de la empresa social puede convertirse en un mecanismo de reducción de los costes de agencia provenientes de la especialización de la administración. Y entonces, como bien augura la exposición de motivos, munición para promover el activismo empresarial, cuya finalidad es la disciplina y la rendición de cuentas de los *insiders* que ejercen el control de la sociedad.

La conclusión que nos brindan las reflexiones anteriores es que las disquisiciones tipológicas, que han servido de vector o de guía en el análisis de esta materia, son acaso de poca utilidad para entender la funcionalidad y el sentido del empoderamiento de los socios en las sociedades cotizadas. Una aproximación más apegada a la observación de la realidad nos desvelaría que las claves para entender tanto la racionalidad de la regla como su

⁹⁵ V. por todos, PÉREZ MORIONES (2018, pp. 101y ss., 108-109).

operatividad son, en efecto, bien distintas en sociedades cotizadas en comparación con sociedades no cotizadas, sean anónimas o limitadas⁹⁶.

En el entorno de las sociedades no cotizadas, la regla del art. 161 LSC tendría sentido para reforzar los mecanismos formales de gestión conjunta de la empresa por parte de los socios, por ello fuertes y dedicados. En cambio, como veremos en detalle, en sociedades cotizadas, donde existe una mayor especialización -separación- entre *expertise* de inversión y *expertise* de gestión, -y por ello se acrecientan las asimetrías informativas- se revelaría como un mecanismo importante de gobierno corporativo para disciplinar y supervisar a los *insiders*.

No es objeto de este trabajo reproducir y revisar las consideraciones “dogmáticas” de la doctrina tradicional al tratar la cuestión de las instrucciones de los socios. Pero si convendría formular algunas observaciones críticas.

6.2.2. a Relevancia de la regla para las sociedades cotizadas

La primera se refiere al hecho de que, frente a la opinión generalizada, la regla sería singularmente relevante y determinante para las sociedades cotizadas (y lo sería menos para las sociedades no cotizadas)⁹⁷.

Pero antes de abordar esta cuestión, permítaseme una digresión. Es mi parecer que el poder de los socios de dictar las directrices de la actuación de los administradores no ha de estar en ningún caso en entredicho, tampoco en cotizadas. Y esto viene al caso, porque la doctrina debate estas y otras cuestiones nucleares valiéndose de instrumentos metodológicos y epistemológicos de alcance limitado. En efecto, la literatura tradicional en la materia ha buscado habitualmente las directrices para entender y articular la organización interna de las sociedades -lo que los economistas llaman autoridad, y los juristas voluntad social- en unos modelos organizativos ideales -en tanto que fijos o preexistentes, a la par de supraindividuales o autónomos en la persecución de sus fines-, los tipos societarios. A modo de plantilla, los tipos societarios ayudan al intérprete a enjuiciar las reglas y a discernir sobre si procede o no su aplicación, según el tipo o modelo de sociedad. Y uno de los extremos que los tipos parecen ordenar es la distribución de

⁹⁶ Curiosamente, la mayoría de los comentaristas del art. 161 LSC posterior a la reforma mantienen los parámetros y el marco tradicional de estudio de las instrucciones de la junta en sociedades cerradas (aunque les lleve a conclusiones en parte distintas). Por eso ponen el acento en casar las instrucciones originarias de la junta con los cánones de la distribución de competencias y en la relectura de la responsabilidad de los administradores *ex* art. 236 LSC. El caso de las cotizadas -las implicaciones de gobierno corporativo y el empoderamiento de los socios, liderados por los activistas- no parece llamar la atención y el interés de la doctrina mayoritaria: v. por todos, J. RECALDE CASTELLS (2015, pp. 51 ss.).

⁹⁷ La doctrina admite, porque además la ley así lo establece, que caben instrucciones de la junta en cualquier tipo de sociedad de capital, aunque se apostille que en las sociedades abiertas vaya a ser infrecuente, v. JUSTE MENCÍA (2017, pp. 401, 409).

competencias entre “órganos” de la sociedad⁹⁸. Pues bien, la literatura sobre la teoría económica de las organizaciones viene, en buena medida, a desactivar el grueso de esta visión. Tanto los economistas, desde Coase a Tirole, o los juristas, como Hansmann, han puesto de manifiesto de manera convincente que el diseño de las organizaciones responde a una lógica menos formalista (u organicista) y más económica o funcional⁹⁹. El análisis económico es una herramienta más afinada que el pensamiento dogmático o tipológico para ayudarnos a reflexionar sobre el gobierno de las organizaciones (es decir, cómo se han de tomar las decisiones para que sean lo más eficientes posibles), y además, pone de manifiesto que el ejercicio del control o de la autoridad es, en buena medida, con carácter más o menos explícito, contratable y que, por ello, poco tiene de dado, prefijado u “orgánico”.

Desde esta perspectiva, el poder y la autoridad de los socios se asignan en cada caso en el contrato social, -que gestiona la relación entre los socios y la sociedad, así como entre los propios socios-, y en la relación de mandato -o, si se prefiere, de agencia en términos económicos- entre los socios -principales- y los administradores -agentes-¹⁰⁰. Supervisar e incluso, dar instrucciones, es una facultad cardinal en el seno de la relación fiduciaria, como lo es también el poder de nombrar y destituir a los administradores por parte de los socios -a fin de cuentas, los administradores gestionan dineros ajenos-, más allá de cómo de explícitamente lo reconozca la ley y lo haga para unos u otros tipos sociales¹⁰¹.

Sentado lo anterior en el plano teórico, en el plano legal o normativo no es dudoso que nuestro ordenamiento -a diferencia de otros ordenamientos- diseña un modelo de gobierno de las sociedades cotizadas de clara sujeción del consejo a la junta. La autoridad indiscutible de los socios para nombrar y cesar a los miembros del consejo (que pueden ser revocados sin que concurra justa causa ex art. 223 LSC), junto con los amplios poderes de supervisión de los socios sobre la gestión de los administradores, ponen en cuestión la

⁹⁸ Como muestra, baste la revisión de la literatura al respecto que realiza GARCÍA VIDAL (2006, pp. 161 y ss.) Una aproximación con esta orientación tiene eficacia limitada para desentrañar para qué sirve el empoderamiento de los socios en las sociedades cotizadas y su papel en el gobierno corporativo. Sin embargo, ésta parece ser la manera estándar de aproximarse a la cuestión. Como ejemplo: “...*Cuando este órgano (refiriéndose a la junta) interviene en asuntos de gestión, ya sea instruyendo a los administradores o sometiendo a autorización su actuación, no se limita a realizar una actividad de control sobre una competencia ajena; lo que hace es abrogarse una competencia que desde ese momento... le pertenece*”, GANDÍA PÉREZ (2017, p. 212).

⁹⁹ Sobre esta literatura, v. BOLTON and DEWATRIPONT (2013, pp. 342-372).

¹⁰⁰ Desde esta perspectiva, las organizaciones corporativas pueden ser vistas como nexos de contratos, JENSEN and MECKLING (1976, pp. 310 - 311). La teoría contractual de la sociedad ha sido ampliamente tratada por los juristas americanos, v. KAHAN and KLAUSNER (1997); HANSMANN (2008); COX (2015).

¹⁰¹ Sin embargo, parte de la doctrina ha venido entendiendo que las instrucciones son propias de sociedades cerradas, e incluso, un rasgo tipológico de la SRL, v. por todos, GARCÍA VIDAL (2006, pp. 161 y ss.)

pureza de la habitualmente asumida autonomía o independencia del consejo en nuestro derecho¹⁰².

Pues bien, en las sociedades cerradas la regla que faculta a los socios a instruir a los administradores es de menor trascendencia porque, a pesar de la rigidez estatutaria que caracteriza a nuestro Derecho de sociedades, los contratos de socios y los pactos parasociales, con gran frecuencia omnilaterales, gozan de buena salud y explican una gran parte de la vida y la gestión “efectiva” de las sociedades cerradas. En consecuencia, es bastante frecuente que se altere la distribución formal de competencias, pactando entre los socios cuestiones o materias de gestión pura y dura que han de requerir su consentimiento. En otras palabras, ya la contratación entre los socios prevé, estén o no en la norma legal, vías para que los socios instruyan a los administradores en materia de gestión.

En cambio, no cabe imaginar que en las sociedades cotizadas se pudiera replicar una regla similar a la del art. 161 LSC por la vía de la ordenación privada. Simplemente, porque la contratación es materialmente más compleja, cuando no imposible, si los socios son numerosos, dispersos y racionalmente apáticos. De hecho, la literatura americana ha llamado la atención sobre cómo han aprovechado los *insiders* las dificultades para contratar de los accionistas para apuntalar su poder dentro de la sociedad¹⁰³. Así, la estandarización de la regulación interna de las sociedades cotizadas ha ocasionado que normas legales ineficientes, aunque sean dispositivas, se perpetúen en sociedades abiertas por las dificultades intrínsecas del *opting out*. Naturalmente, salvo que la regla supletoria sea contraria a los intereses de los *insiders*, que son quienes manejan de facto los resortes de la sociedad, en cuyo caso habría de esperar que se esmerarán por hallar la manera de desactivarla.

Pese a todo, la experiencia americana atestigua que la entrada de los activistas ha alterado enormemente el panorama de la ordenación privada en las sociedades cotizadas. A pesar de las extensas e intensas competencias de los administradores de las sociedades americanas para gobernar y reglamentar internamente la vida de la sociedad sin supeditarse a la junta (de todo punto inimaginables en jurisdicciones de nuestro entorno europeo de *Civil Law*), hemos contemplado cómo en tiempos recientes, los inversores profesionales han combatido –y revertido incluso–, contra todo pronóstico, reglas muy asentadas y afianzadas, que, sin embargo, la doctrina más avanzada venía denunciando al considerarlas incompatibles con la creación de valor de la sociedad, pues promovían el atrincheramiento de los administradores¹⁰⁴.

¹⁰² PAZ-ARES (2010, p. 7).

¹⁰³ V. supra, nota 98. También, BEBCHUK and HAMDANI (2002, pp. 489-520).

¹⁰⁴ Los administradores tienen por lo general poder para modificar unilateralmente los *bylaws*, con el propósito de permitir la flexibilidad interna de la organización (la distinción entre *charter* y *bylaws* propicia esta facultad, otorgada por los socios, que aunque se refiere a cuestiones procedimentales o de ordenación interna, acaba afectando de lleno a los derechos sustantivos de los socios). Por esta vía, los administradores pueden blindar su poder en la sociedad. Por ejemplo, entre las cláusulas más combatidas, está la regla del

6.2.2. b Relevancia de la regla para los socios de control

La segunda observación sobre la operativa del art. 161 LSC que anunciaba más arriba, es que el mecanismo de las instrucciones de gestión por la junta es valioso para los inversores institucionales, pero es más dudoso que lo sea tanto para los socios de control¹⁰⁵. Es fácil percatarse que los socios mayoritarios no precisan de un mecanismo formal de asamblea y voto que les faculte influir en la administración, como ocurre con las instrucciones adoptadas por acuerdo de junta, para ejercer efectivamente el control.

Los socios de control pueden influir e implicarse en la gestión a través de otras vías menos formales que tienen sin duda a su alcance. Sin ir más lejos, el nombramiento de consejeros dominicales les permite transmitir su visión de la empresa de una manera más informal y sutil -pero también más directa y eficaz- que a través de una decisión de la junta. Adicionalmente, los socios de control se aseguran la fidelidad de los administradores al tener la llave tanto de su nombramiento como de su cese. El mecanismo de revocación sin causa permite a los socios mayoritarios influir de manera determinante en la gestión de los administradores, los cuales toman decisiones de gestión con plena conciencia de que pueden ser sustituidos si perseveran en un plan de actuación que los socios de control consideran desacertado o imprudente.

No obstante, se podría pensar en situaciones en las que los socios de control tengan interés en utilizar estratégicamente la norma de la intromisión de la junta en materia de gestión para aprobar decisiones que no cuentan con el visto bueno del consejo. Por ejemplo, en relación con decisiones muy conflictivas y que suscitan reticencias por parte de algunos consejeros, en cuyo caso los socios de control pretendan “bendecir” la operación solicitando la autorización de la junta, a sabiendas de que cuentan con mayoría. O que la elevación a junta persiga enmendar o cortocircuitar decisiones reservadas a los independientes o a consejeros desinteresados, previsiblemente contrarias a los intereses de los socios de control. Los casos más graves los encontraríamos en las operaciones interesadas por parte de alguno de los socios de control, dado que en nuestro derecho las salvaguardas de estas operaciones se albergan en sede de consejo y no de junta: la abstención de la parte interesada se predica en el consejo, pero no así en junta, v. art. 229 ter h) en relación con el art. 190.1 LSC. Se trataría, en cualquier caso, de casos patológicos que en buena lógica no deberían prosperar porque su propósito sería conculcar los controles de gobierno corporativo dispuestos en sede de consejo.

“majority vote” para la elección de los administradores (en torno al 90% de las sociedades del S&P lo han hecho), o los *“staggered boards”*: FISCH (2016); FISCH (2018).

¹⁰⁵ En contra, MARÍN DE LA BÁRCENA (2015, pp. 14-15).

6.2.3 Costes y beneficios del empoderamiento accionarial

La siguiente cuestión que merece una reflexión tiene que ver con la valoración del poder de los socios de impartir instrucciones de gestión en las sociedades cotizadas. Se trata de averiguar si el empoderamiento de los socios contribuye a mejorar la supervisión y el buen gobierno de la sociedad y, en consecuencia, generar valor. O, por el contrario, las restricciones que aquejan a la toma de decisiones por parte de los socios provocarían en último término mayores ineficiencias en el gobierno de la sociedad de las que tratarían de enmendar.

El enjuiciamiento de la regla en estos términos está muy relacionado con el ajuste que hagamos entre costes y beneficios. Este ajuste se puede analizar desde dos ángulos. El primero se refiere a la eficiencia de los activistas como inversores dedicados. Así, si pensamos que los activistas son más proclives a destruir valor que a crearlo, dar poder a los activistas habrá de parecernos, lógicamente, una mala idea. El argumento básico de esta línea crítica es que los activistas tienen intereses cortoplacistas, y la persecución de los mismos compromete la creación de valor a largo plazo de la sociedad. Esta cuestión ya ha sido analizada con antelación y allí me remito.

La segunda óptica es más general y tiene que ver con la capacidad de los socios para adoptar decisiones en materia de gestión. Desde esta perspectiva, si pensamos que los socios carecen de los incentivos o del *expertise* para adoptar decisiones valiosas para la sociedad, el empoderamiento de los socios estaría desaconsejado, aun a costa de que el déficit de supervisión agravara los riesgos de “blindaje” del consejo y los problemas de agencia que ello agravaría¹⁰⁶. Éste ha sido el argumento de la doctrina tradicional para desatender la virtualidad de las instrucciones en sede de sociedades cotizadas. En el fondo, compiten dos visiones enfrentadas sobre el gobierno de la sociedad, es decir, sobre la asignación eficiente de los derechos de control y de decisión. La visión de la supremacía de los administradores, que propugna la autonomía del consejo, frente a la del empoderamiento de los socios, que aboga por reasentar o transferir más capacidad de decisión o de control a los socios¹⁰⁷.

¹⁰⁶ Un buen ejemplo de esta disputa lo podemos apreciar en dos visiones contrapuestas del empoderamiento defendidas por la literatura, BEBCHUK (2005) (defendiendo que el empoderamiento de los socios repercutiría en una mejora del gobierno corporativo, y favorecería la creación del valor para el accionista al atacar los costes de agencia de las sociedades cotizadas). En contra, BRATTON and WACHTER (2010) (argumentan que el empoderamiento de los socios ha conducido a que los administradores sean cortoplacistas y estén demasiado pendientes del mercado).

¹⁰⁷ BAINBRIDGE (2006, pp. 1744-51) (argumentando que la discrecionalidad de los administradores debe preservarse). BEBCHUK (2013) (rechazando los argumentos a favor del aislamiento del consejo y argumentando que produce más costes que beneficios). Entre nosotros también se ha generado cierta discusión sobre la autonomía del consejo frente primacía de la junta, aunque basado en análisis de derecho positivo (la dicción del art. 236.2 LSC), de derecho comparado (la influencia del derecho italiano) o dogmático (el reparto de competencias), en vez de empírico o de eficiencia: v. JUSTE MENCÍA (2017, p. 400).

En esta tesitura, resulta oportuno hacer un análisis coste-beneficio de la autoridad de los socios para intervenir en la gestión que, en nuestro ordenamiento, viene avalado por el art. 161 LSC. Cualquier decisión de control –sea tomada por los socios o por los administradores- se enfrenta a dos costes potenciales: los conflictos de interés (a) y los costes de aptitud o idoneidad (b). Pero lo que importa resaltar es que tales costes presentan distintas características en función de quienes toman la decisión, sean los administradores o agentes, o bien sean los socios o principales¹⁰⁸. El objetivo es indagar en los costes más desconocidos, los que afectan a los socios –frente a los más estudiados, los que afectan a los administradores o costes de agencia-.

a. *Los conflictos de interés* entre socios son directamente proporcionales al número y a la heterogeneidad de los socios. Hay dos tipos de conflicto: de un lado, aquellos derivados de las preferencias de los socios y, de otro lado, los conflictos generados por la adopción de decisiones colectivas¹⁰⁹. (i) Los primeros nacen debido a que los socios, en tanto inversores, persiguen intereses heterogéneos y, en ocasiones, encontrados. Las fuentes del conflicto pueden ser muy diversas, por ejemplo, distintos horizontes de inversión –a largo o a corto plazo-, distintas preferencias sobre dividendos o entre los que tienen y los que no tienen intereses empresariales competidores fuera de la sociedad. (ii) Los segundos tienen que ver con los costes asociados a la distribución de los derechos de control entre un colectivo de personas. En función de la regla que se adopte para la toma de decisiones –por ejemplo, mayoría o unanimidad- y del número de socios, nos podemos encontrar con problemas de acción colectiva y de apatía racional, de *hold out*, de *free-riding*, etc.

b. *Los costes de aptitud o idoneidad* se refieren a los costes de error en el ejercicio del control. Los socios pueden no ser idóneos para tomar decisiones empresariales si carecen de los conocimientos y experiencia, o de la información para tomar la decisión óptima. La clave aquí es que los costes de aptitud están muy relacionados con los costes de informarse, que no son iguales para todos los socios, ni todos los socios tienen los mismos incentivos para invertir en información.

Puestas así las cosas, la asignación eficiente de los derechos de control en la junta o en el consejo dependerá de los costes asociados a la toma de decisiones en cada sociedad. Así, la delegación de los derechos de control de los socios en el consejo tiene lugar cuando los costes de aptitud o los costes derivados de los conflictos de interés entre socios son demasiado altos y, por ello, se intensifica el riesgo de tomar decisiones subóptimas¹¹⁰.

¹⁰⁸ GOSHEN and SQUIRE (2017, pp. 767 y ss.)

¹⁰⁹ Los conflictos derivados de las decisiones colectivas han sido estudiados por la literatura americana desde hace tiempo, v. por todos, HANSMANN (1988, pp. 277-80).

¹¹⁰ AGHION and TIROLE (1997, pp. 1-29) (concluyen que la delegación de facultades de decisión depende de los costes de adquisición de la información, del nivel de congruencia o alineación de las partes afectadas, y de la asignación formal de la competencia). BURKART, MIGLIETTA and ØSTERGAARD (2017), disponible en <https://ssrn.com/abstract=2902617> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2902617>. Es un estudio histórico

Naturalmente, como es de sobra conocido, la mayor especialización entre propiedad y control engendra sus propios costes de aptitud y de conflicto de interés cuando los administradores son los encargados de tomar decisiones de control: los costes de agencia¹¹¹.

La cuestión que procede dilucidar entonces es si es eficiente y sensato aumentar el poder de decisión de los socios en orden a supervisar a los administradores y reducir así los costes asociados a la discrecionalidad de los administradores, aún a costa de aumentar los costes asociados al control por los socios. Es más, si es eficiente que la sujeción de los administradores a la junta se extienda más allá de la supervisión hasta la intervención directa en la gestión.

Lo que nos preguntamos, en definitiva, es si el empoderamiento de los socios es una buena directriz de gobierno corporativo en las sociedades cotizadas. Mi posición personal es claramente a favor¹¹². *La tesis que voy a tratar de explicar a continuación es cómo la presencia de activistas y otros inversores institucionales reduce considerablemente los costes asociados a la toma de decisiones por los socios o principales.*

Como veremos, la cuestión se explica por sí sola en el caso de los conflictos de interés, pero es más intrincada en relación con los costes de aptitud o idoneidad.

Empecemos entonces por la parte más sencilla. A estas alturas de la exposición, sabemos que los costes de la actuación colectiva caen cuando aumenta la concentración del capital. En otras palabras, la sustitución de una multitud de pequeños ahorradores desagregados por un puñado de fondos de inversión ha permitido superar los problemas de coordinación que tradicionalmente aquejaban a los socios de las sociedades cotizadas (v. supra.1.1). Asimismo, los problemas de cortoplacismo o de persecución de intereses privados (en tanto que orientados a los beneficios privados o patentemente contrarios al interés social) se reducen, en la medida en que los activistas siguen siendo minoritarios y no son socios mayoritarios o de control. Está bien documentado que los socios de control tienen incentivos y tentaciones a utilizar su poder de voto dentro de las sociedades para obtener beneficios privados que no se reparten con el resto de los socios¹¹³. También sabemos que este riesgo se dispara cuanto menor sea el *stake* con el cual los socios de control están en condiciones de controlar efectivamente y cuando la riqueza de los socios esté invertida también en otras sociedades, con frecuencia, competidoras¹¹⁴.

sobre por qué se crean los consejos de administración, en el cual llegan a la conclusión de que los grandes accionistas son sustitutivos de los consejos de administración en las grandes sociedades en orden a reducir los conflictos de interés entre accionistas.

¹¹¹ FAMA and JENSEN (1983, pp. 301-325).

¹¹² Sostienen la opinión contraria, MARÍN DE LA BÀRCENA (2015, pp. 14-15); JUSTE MENCÍA (2017, p. 409).

¹¹³ Una revisión extensa de la literatura, tanto jurídica, como económica, GUTIÉRREZ URTIAGA and SÁEZ LACAVE (2017, pp. 173-204).

¹¹⁴ BEBCHUK, KRAAKMAN and TRIANTIS (2000); BEBCHUK and KASTIEL (2018), disponible en <https://ssrn.com/abstract=3128375>.

Sin embargo, estos riesgos se reducen significativamente cuando la voz de los socios está liderada por los activistas. En efecto, la necesaria cooperación de los activistas con otros inversores institucionales para sacar adelante sus propuestas de gestión lleva a pensar que las instrucciones de la junta estarán alineadas con la creación de valor, o si se prefiere, con el interés social.

Más complicado es el supuesto de los costes de aptitud o idoneidad. Las decisiones de gestión son técnicas, precisan de experiencia y conocimientos para adoptarlas correctamente. El problema al que se enfrentan los socios es la falta de *expertise* y de criterio, lo que básicamente es una cuestión de talento e información. Vaya por delante que la producción de información es sin duda muy costosa, y que no es tan fácil su transmisión o comunicación, como en ocasiones se defiende por la doctrina tradicional en la materia en los países de nuestro entorno¹¹⁵. Las asimetrías de información, propias de las relaciones fiduciarias, aumentan con la complejidad del negocio, por lo que no se superan suministrando información, si el receptor de la misma no es a su vez experto y no puede asimilarla, comprenderla y aprovecharla para sus decisiones. Los costes de información incluyen los costes de comunicar y de procesar la información. Y en principio, los socios de las sociedades cotizadas están especializados en invertir y en proteger sus intereses de inversión, pero no en la administración de patrimonios colectivos y en la gestión de negocios empresariales en entornos de incertidumbre. Puestas así las cosas, la falta de información y de especialización agravaría el riesgo de la junta de adoptar acuerdos erróneos o equivocados, lo que reduciría el valor de la sociedad. En consecuencia, como el consejo de administración cuenta con información superior a la que pueden llegar a tener los socios, eso coloca al primero en mejor posición -le hace más idóneo- para adoptar de manera óptima las decisiones empresariales o de gestión.

Sucedee, no obstante, que los administradores no siempre toman decisiones que crean valor para la sociedad¹¹⁶. En efecto, cuando el interés de los administradores está muy desalineado respecto del interés de los socios, la ventaja informativa queda anulada por el conflicto de interés, que empaña y desacredita el proceso decisorio de los administradores. Y entonces el voto de los socios -aunque adolezca, en su caso, *a priori* de peor calidad de información de la que disponen los administradores- puede resultar mejor para el interés de la sociedad.

Existe, por lo tanto, un *trade-off* entre los costes de agencia de los administradores y los costes de error o de déficit de información de los socios. Siendo esto así, es fácil comprender que el coste de la voz de los socios -es decir, el riesgo de equivocación o de error- es mayor cuando la junta aborda instrucciones de gestión que cuando aborda decisiones de supervisión, simplemente porque el déficit de información de los socios es

¹¹⁵ GANDÍA PÉREZ (2017, pp. 214-215), siguiendo a la doctrina italiana.

¹¹⁶ JENSEN and MECKLING (1976, pp. 305 y ss.)

mayor en el primer caso. Esto nos lleva a concluir que el empoderamiento de los socios es productivo cuando se realiza de manera reactiva -en situaciones de supervisión de decisiones de los administradores potencialmente conflictivas o expropiatorias-. Así parece acreditado por los estudios empíricos: el resultado de obligar a la junta a pronunciarse sobre decisiones de gestión es que la “amenaza” de no aprobar la decisión de gestión del consejo produce una mejora en la calidad del proceso decisorio del consejo. Mayores dudas suscita la intervención de los socios cuando lo hacen de manera proactiva o no provocada, esto es, cuando toman la iniciativa en la conducción del negocio.

La conclusión que arrojan las reflexiones anteriores es que los riesgos de adoptar decisiones erróneas se agrava en el supuesto de las instrucciones de la junta a los administradores. Me he de apresurar a advertir que, con todo, la presencia de los activistas parece que debiera reducir de manera considerable los riesgos de error. Los activistas no son un inversor cualquiera, ni siquiera entre los institucionales. A diferencia de la mayoría de los inversores institucionales, se trata de inversores profesionales, informados y especializados en gestión. Ese es su modelo de negocio. El problema no es tanto que no existan socios dedicados -con talento e información- que puedan indicar e instruir decisiones productivas para la sociedad (a fin de cuentas, es lo que hacen informalmente los socios de control). La dificultad estriba en que la junta no es el foro apropiado para discutir y convenir las operaciones de la empresa en las sociedades cotizadas.

Es fácil convenir que razones de eficiencia demandan dinamismo y flujo de la información, sobre todo de la *soft information*, en la toma de decisiones empresariales, a la par del sometimiento a estrictos deberes de confidencialidad y de lealtad¹¹⁷. Justamente por eso, el consejo no puede ser cabalmente sustituido por la junta. Lo que también explica que los socios “dedicados” aspiren a tener representación en el consejo para influir en sus decisiones -no ha de extrañar entonces que en las sociedades controladas haya socios dominicales en el consejo, frente al modelo del *independent board* prevalente en de las sociedades norteamericanas con capital disperso-.

Llegados a este punto de la argumentación, se llega a descubrir la funcionalidad de las instrucciones de gestión en el conjunto del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. El art. 161 LSC funcionaría como un mecanismo formal de presión de los socios para inducir a los administradores a negociar cuestiones de gestión a la sombra de la ley (lo que se conoce por la literatura especializada como “*bargaining in the shadow of the law*”)¹¹⁸.

¹¹⁷ Para el lector interesado, en una revisión en profundidad sobre la literatura sobre consejos de administración, v. ADAMS, HERMALIN and WEISBACH (2010, pp. 58-107).

¹¹⁸ MNOOKIN and KORNHAUSER (1979); COOTER, MARKS and MNOOKIN (1982).

Los activistas tendrán una posición de mayor fuerza frente a los administradores si pueden liderar una junta que puede impartir instrucciones al consejo, colocando a este en una situación de clara sumisión –y de censura- en la que no desea verse.

Adicionalmente, el consejo, en ese proceso de instrucciones por la junta estaría expuesto a cierta publicidad y obligado a suministrar informaciones y justificar, e incluso discutir, sus estrategias y vías de actuación en una sede tal vez poco proclive en su favor. Ante este escenario poco halagüeño para los administradores, lo natural es que se avengan a escuchar y a negociar la influencia de los activistas, y así evitar que siquiera se ponga en marcha el mecanismo formal de voz del art. 161 LSC.

6.2.4. Instrucciones de la junta y estructura de propiedad

La siguiente cuestión que merece un apunte se refiere al ámbito de aplicación de la regla. El hábitat natural de la regla, creo, es el de las sociedades cotizadas de capital disperso y fuerte presencia de inversores institucionales.

6.2.4.a Instrucciones de la junta en sociedades con socios de control

La regla tiene menos visos de funcionar como acicate a esa “negociación informal” en sociedades con fuerte presencia de socios de control. Como la decisión de la junta se adopta por mayoría, las instrucciones de los activistas no prosperarán si los socios de control tienen poder de veto, como, por hipótesis, es el caso. Las únicas reglas que son verdaderamente eficaces para contrarrestar el poder de voto de los socios de control son las reglas basadas en el criterio de “la mayoría de la minoría” (reglas MOM), diseñadas para obstaculizar decisiones que podrían adoptar en conflicto de interés los socios con poder de control.

Lo anterior nos llevaría a pronosticar que, en un mercado de capital concentrado como el español, la incidencia de las instrucciones de la junta será previsiblemente baja, y en buena medida se circunscribiría a las sociedades -que las hay- de capital disperso, o a las sociedades en las que los socios de control tienen una posición más endeble o vulnerable.

Con todo, la existencia de bloques de control nos debe hacer reconsiderar la afirmación anterior. El hecho de que el control se ejercite conjuntamente entre varios socios, y no mediante la participación individual de un socio mayoritario, abre una oportunidad para que los inversores externos la utilicen en su beneficio. Las alianzas de socios son susceptibles de quebrarse, bien porque haya un conflicto interno entre los socios que comparten el control, o porque uno de ellos quiera desinvertir. En cualquier caso, el activista puede aprovechar el descontento de uno de esos socios con la forma en que se está gestionando el negocio o con ciertas medidas de gestión, para sumarlo a su causa, o al menos, restarlo del poder de voto del grupo controlador. O se puede utilizar la salida de uno de los socios de control para hacerse fuerte dentro de la sociedad o facilitar la entrada de otro inversor que promueva un cambio.

Visto así, el carácter dispositivo de la regla del art. 161 LSC adquiere nuevos contornos. Vaya por delante que la ley, con buen criterio, opta por una formulación de la regla en términos de *opting out* (en beneficio de los socios externos), en vez de *opting in* (en beneficio de los *insiders*)¹¹⁹. Ergo, la ley reconoce el empoderamiento de los socios como regla dispositiva o por defecto, en vez de considerarlo como un derecho adquirido o consagrado legalmente y traducido sin más en los estatutos. Ya hemos analizado con anterioridad que el análisis coste-beneficio desvela que, en principio, la regla es productiva y contribuye a la creación de valor en las sociedades cotizadas. No obstante, conviene recordar que las reglas, incluso las productivas, no siempre se ajustan bien a todos los casos (*one size does not fit all*): las sociedades cotizadas son heterogéneas, operan en sectores y mercados distintos y se desenvuelven en entornos empresariales muy dinámicos y cambiantes, lo que aconseja que dispongan de flexibilidad para poder dotarse de la estructura más eficiente en cada caso.

Con todo, la decisión de los socios del bloque de control de prohibir por vía estatutaria las instrucciones de la junta –o incluso, limitar esa competencia de la junta reforzando la mayoría necesaria para la adopción- debería analizarse con sumo cuidado porque podría constituir una medida anti-activistas en toda regla¹²⁰. El “blindaje”, en efecto, no lo surtiría la norma legal, sino su exclusión. El objetivo de la exclusión sería blindar la posición de los socios de referencia frente a posibles fisuras o debilitamiento del bloque de control que pueda ser aprovechado por activistas para influir en la gestión.

Así visto, el *opt out* de la regla vía estatutos señalaría el atrincheramiento del bloque de control y acaso, según las circunstancias, podría apuntar a la existencia de prácticas alejadas del buen gobierno. De hecho, cuando la exclusión estatutaria no estuviera justificada por razones de eficiencia, los *proxy advisors* probablemente advertirán a los socios que estas cláusulas rebajan la calidad del gobierno corporativo de la sociedad, y desaconsejarán la elección de los administradores nominados por el bloque de control. De esta manera, la movilización de los socios –significativamente los inversores institucionales- ejercería presión para que el bloque de control reconsiderara el mantenimiento de cláusulas contrarias a los intereses de los socios externos. El carácter de medida defensiva de estas cláusulas se entenderá mejor en el siguiente apartado.

6.2.4.b Instrucciones de la junta, activistas e inversores institucionales.

Para que la facultad de la junta de instruir al consejo tenga alguna probabilidad de éxito, se precisa además que en el accionariado de la sociedad exista un nutrido grupo de inversores institucionales, que necesariamente han de contar entre ellos por al menos un inversor

¹¹⁹ BEBCHUK and HAMDANI (2002, pp. 489-520).

¹²⁰ Para un somero estudio sobre la disponibilidad de la regla vía estatutaria, v. ARMENDARIZ ROMÁN (2018, pp. 90-98).

activista. De otra manera, la regla sería en buena medida inocua e inoperante, porque la propiedad dispersa imposibilitaría en la práctica que se ejerciten los mecanismos de voz que subyacen a esta medida legal. De nuevo hay que insistir en que con frecuencia se tiende a postergar el elevado coste que conlleva el ejercicio de la voz para los socios en las sociedades cotizadas, incluidos los inversores institucionales (v. *supra* 3.1.1). Por eso, la discusión tipológica es, a la postre, de poco fruto: a falta de socios significativos y dedicados o activos, la facultad “nominal” o “formal” de la junta de instruir al consejo caerá, con elevada probabilidad, en saco roto, porque los socios dispersos –aquejados de los problemas de acción colectiva y de falta de conocimiento, experiencia e información– carecen de los incentivos y de los medios para interesarse por la gestión. Tan solo los socios externos fuertes –y en particular, los activistas– están en condiciones de contrarrestar aquellos usos dudosos del poder por los *controllers*, sean administradores o socios de control. Y justamente por eso la prohibición o la limitación estatutaria se perfila como una medida defensiva de los administradores y socios de control frente a la entrada de activistas que se propongan supervisar de cerca la gestión y atar corto a los *insiders*.

6.2.5. Tipos de decisiones afectadas

La norma categoriza las actuaciones en dos tipos: que sea el consejo el que solicite la autorización, o que sea la junta la que imparta instrucciones precisas y determinadas, en tanto que han de ser cumplidas y llevadas a cabo por los administradores, sobre asuntos y materias específicos de gestión. Sobre este último aspecto centraremos nuestra atención. En consecuencia, la intervención en el ámbito de la gestión abarcaría dos dimensiones: decisiones empresariales y decisiones sobre la estructura de gobierno de la sociedad.

6.2.5.a Instrucciones de la junta respecto a decisiones empresariales.

Las decisiones empresariales se refieren a cuestiones relativas al negocio, de carácter estratégico u operativo, encaminadas a la creación de valor. La doctrina convencional suele diferenciar la gestión ordinaria –u operativa– de la extraordinaria –o estratégica–, para seguidamente argumentar que, aunque la ley no distingue, en buena lógica la gestión más cotidiana y especializada debería reservarse en términos generales a los administradores –a fin de cuentas están en mejores condiciones para realizar tales tareas de manera profesional–, dejando la intervención de la junta a la definición de las líneas maestras o estratégicas del negocio, –que conectaría con la facultad de los socios de concretar el desarrollo ulterior del objeto social–¹²¹.

Tal distinción no es demasiado útil en la realidad, porque los socios fuertes y dedicados –tanto en sociedades cerradas como cotizadas– tienen visiones definidas sobre cómo se ha de gestionar el negocio. Y, sobre todo, porque si se ha llegado al punto de dar instrucciones a través de la junta, es porque los administradores, al menos a los ojos de los socios, están

¹²¹ Documenta la discusión doctrinal, GARCÍA VIDAL (2006, pp. 49 y ss.)

llevando a cabo un uso indebido o indeseable de sus facultades gestoras. Desde esta óptica, las instrucciones buscan frenar la mala administración, sea debida a la falta de pericia o de cuidado, o a la extracción de beneficios privados¹²². La junta podría dar instrucciones sobre operaciones, por ejemplo, instruyendo la desinversión de participaciones en otras compañías, cuando según el parecer de los socios no aportan nada al negocio nuclear de la sociedad, con el fin de reasignar los fondos a un mejor uso. O revisar visiones estratégicas de la sociedad o líneas de negocio que son valiosas para los administradores o los socios de control, pero no para el conjunto de los accionistas. También engrosaría este apartado otra de las demandas más recurrentes de los activistas, las propuestas de reparto de dividendos más generosos¹²³.

6.2.5.b Instrucciones de la junta respecto al gobierno corporativo

Las instrucciones podrían versar asimismo sobre la política de la sociedad en materia de gobierno corporativo que, al incidir en la organización o estructura interna de la sociedad, tienen un gran impacto sobre cómo se gestiona la empresa y se adoptan las decisiones sociales. Las reglamentaciones internas de las sociedades -particularmente, el reglamento del consejo- suelen venir determinadas por los administradores o los socios de control y frecuentemente contribuyen a apuntalar su posición de control. Adicionalmente, los *insiders* pueden incurrir en abusos en el ejercicio de la discreción con que cuentan para

¹²² La doctrina convencional suele considerar un límite intrínseco a la facultad de la junta de impartir instrucciones, en el bienentendido de que son los administradores quienes tienen conferida la competencia de gestionar la sociedad y no pueden convertirse en meros ejecutores de las decisiones de la junta. Esta limitación es evidente, sin duda. Resulta impensable que la junta de una sociedad cotizada aspire a centralizar las tareas de administración. En el fondo, la atención prestada a estos escenarios irreales de “suplantación” del consejo por la junta obedece a la falta de asimilación de los altos costes asociados a la voz en sociedades cotizadas y del papel disciplinante de las instrucciones en el gobierno corporativo. El poder de los administradores es un poder delegado, y que cobra sentido, en términos de eficiencia, cuánto mayores son las exigencias de la especialización. La facultad de instruir es una facultad de supervisión o de control de la administración delegada, tanto de las decisiones que se adoptan como de la manera de adoptarlas, no es concebible en términos realistas que busque revertir de facto la delegación, o pretenda el ejercicio de la administración por parte de los socios. Naturalmente, el instrumento más eficaz para disciplinar a los administradores renuentes o incompetentes sería el cese. Pero no siempre es una vía factible, sobre todo si están parapetados por la estructura organizativa interna de la sociedad o sostenidos por los socios de control.

¹²³ Esta cuestión ha sido polémica en los Estados Unidos. Algunos expertos sostienen que los líderes corporativos están privando a sus firmas de capital de inversión al realizar pagos excesivos a los accionistas, lo que socava la innovación, las oportunidades de empleo y el crecimiento económico. Como evidencia, apuntan a que las empresas del S & P 500 usan el 96% de sus ingresos netos para recompras de acciones y dividendos. No obstante, otros estudios desmontan esta visión. FRIED and C.Y. WANG (2018, pp. 88 y ss). Una mirada más de cerca a los datos muestra que los montos que se destinan a los accionistas a expensas de la inversión interna no es del 96%, sino de un -mucho más modesto- 41%. Después de pagar a los accionistas, las empresas del S & P 500 se encuentran en niveles de inversión altos y tienen enormes reservas de efectivo para explotar las oportunidades futuras.

diseñar y manejar los procedimientos internos societarios en detrimento de los socios externos. Este es uno de los ámbitos en el que los activistas americanos se han mostrado más activos, proponiendo cláusulas alternativas y combatiendo en los tribunales las actitudes obstruccionistas que en ocasiones despliegan los administradores. Las instrucciones de la junta perseguirían en este caso un doble objetivo: remover reglas ineficientes que dañan a la sociedad y a los socios, de un lado, y promocionar reglas de gobierno beneficiosas para la creación de valor (o, dicho en términos jurídicos, el interés social), de otro. Cabe recordar que la determinación de configuración funcional del consejo de administración de las sociedades cotizadas, y, en particular, su organización y funcionamiento que viene, en buena medida, determinado por el propio reglamento del Consejo de administración, incide, y mucho, en cómo se acaban tomando las decisiones. En este sentido, se podría pensar en medidas que refuercen los controles internos de la sociedad frente a la discrecionalidad de los administradores y socios de control, como, por ejemplo, que se aumente el número de consejeros independientes en el consejo, o que determinadas comisiones estén integradas sólo por consejeros independientes.

6.2.6. La confrontación: la campaña activista a través del art. 161 LSC

En las páginas anteriores hemos visto que el art. 161 LSC se ha de interpretar en las sociedades cotizadas en buena medida como una herramienta de presión a disposición del activismo accionarial en esas sociedades. Vista así, la regla serviría para pertrechar con un arma adicional a los activistas y dotarles de mayor poder de negociación frente a los administradores. De esta manera estarían en mejores condiciones de conseguir que éstos se muestren proclives a aceptar sus propuestas y su influencia en la sociedad, sea a través de vías informales, o permitiendo la entrada del o los activistas en el consejo. La amenaza tiene mayores visos de prosperar si los inversores institucionales están alineados con los activistas, y conjuntamente pueden tener poder suficiente de voto para imponerse al veto de los socios de control. Desde esta óptica, la virtualidad de la regla es precisamente que, en equilibrio, no se produzca su ejercicio efectivo, porque escenifica un grado de conflicto que no beneficiaría ni a los socios ni a los administradores. Dada esa situación final poco halagüeña para el escenario de falta de acuerdo, los agentes relevantes (activistas y quienes les apoyan, de un lado, y administradores, de otro), preferirán llegar a un acuerdo en torno a las iniciativas de los activistas, evitando que en la realidad el mecanismo se active de forma efectiva.

Con todo, no se puede descartar por entero que la amenaza no surta efecto para inducir el acuerdo y se llegue al punto de tener que ejercitar el mecanismo formal del art. 161 LSC. En esta tesitura, la norma obliga a los administradores a cumplir y ejecutar las instrucciones de los activistas aunque contradigan su criterio empresarial en la materia o asunto de que se trate. Es decir, la regla fuerza a los administradores a, caso de que la junta las apruebe mediante el acuerdo correspondiente, ejecutar las propuestas materialmente provenientes de los activistas, a las que es seguro en otra situación se habrían opuesto los administradores.

6.2.6. a La ratio del art 236 LSC en conexión con el art. 161 LSC

Llegados a este punto, es de prever que los *insiders* no estén dispuestos a acatar el acuerdo de la junta sin presentar batalla de ninguna clase. El conflicto entre la junta y el consejo se sustanciaría –de forma sincera, o meramente oportunista- en sede de interpretación conjunta del art. 161 LSC –la autoridad de los socios para dar instrucciones- y el art. 236 LSC –la responsabilidad de los administradores por los actos pertenecientes a su esfera de actuación en favor de la sociedad-. La doctrina española mayoritaria reconoce la “aparente” antinomia y pone el acento en el carácter vinculante de las instrucciones, a la par que delimita y explora los supuestos –reducidos, en conjunto- en los que procede la inejecución de los administradores –o, incluso, la oposición activa de estos en forma de impugnación del acuerdo- en relación con las instrucciones de la junta cuando son ilegítimas¹²⁴.

Siendo esto así, no son estas las únicas reflexiones pertinentes en relación con la coexistencia de ambas reglas del Derecho de sociedades español. Se debe reconocer, creo, que la complementariedad de ambas reglas no versa tanto sobre qué instrucciones cumplir –lo que conduce a distinguir las legítimas que han de ejecutarse fiel y puntualmente por los administradores de las ilegítimas que no se han de ejecutar e impugnar-, sino más bien sobre cómo se han de cumplir aquellas cuya ejecución es procedente. En efecto, lo relevante no sería tanto que se excluya la responsabilidad del administrador frente a la sociedad por ejecutar instrucciones válidas y vinculantes de la junta, lo cual es sin duda lógico. Lo que entiendo que las normas aplicables quieren subrayar es que los deberes fiduciarios de los administradores no decaen porque la decisión “empresarial” se haya adoptado como un acuerdo de junta en vez de, como es habitual, como uno del consejo. Piénsese que, de otra manera, los socios de control o los propios administradores, podrían aprovechar la preminencia estructural de la junta y el carácter vinculante de las instrucciones con fines desleales para desvirtuar sus deberes fiduciarios: los administradores están en el origen y la preparación material y sustantiva de la decisión, la presentan como la única opción viable a la junta y se la hacen “bendecir” en un acuerdo de junta. Dicho con otras palabras: la regla de responsabilidad *ex* art. 236 LSC tiene el propósito de incentivar a los administradores a cumplir escrupulosamente sus deberes fiduciarios, cuando la decisión la adoptan ellos, pero también cuando han de realizar los actos de ejecución de instrucciones vinculantes de la junta.

Desde esta perspectiva, el sistema de responsabilidad de los administradores reforzaría el cumplimiento de las instrucciones legítimas en tanto que contribuiría a desarbolar, en buena medida, las estrategias oportunistas en que podrían tratar de incurrir los

¹²⁴ La doctrina más moderna, como no podría ser de otra manera, cierra filas en torno al carácter vinculante de las instrucciones, en parte como reacción a la doctrina tradicional, más dispuesta a relativizar la regla de la sumisión de instrucciones para preservar la regla de la responsabilidad. Las bases de esta interpretación las asienta PAZ-ARES (2010, p. 9 y ss.)

administradores y zafarse o cumplir defectuosamente sus deberes fiduciarios respecto a la preparación (información a la junta), adopción (participación en la junta manifestando lo que entienden mejor para el interés social) y ejecución -y, eventualmente, concreción y seguimiento-, en relación con las instrucciones de la junta que no comparten, pues su iniciativa de adopción procede de accionistas activistas no alineados con ellos.

6.2.6. b Los deberes fiduciarios de los administradores que sigan instrucciones de la junta

Es momento ahora de entrar en detalles adicionales sobre el juego del mecanismo de la responsabilidad en este ámbito. La responsabilidad de los administradores -incluida la del art. 260.2 LSC- requiere la infracción de alguno de los deberes -de diligencia o de lealtad- que pesan sobre ellos. Presupone además el régimen general de responsabilidad: que la conducta infractora del deber y causante de daño le sea objetiva y subjetivamente imputable al administrador y que exista una relación de causalidad entre la conducta infractora y el resultado dañoso.

Conviene recordar que los deberes fiduciarios velan para que quien tenga el poder discrecional de decidir en nombre de otro -el control-, no reemplace su propio interés personal al interés del beneficiario o principal o que no adopte el esfuerzo necesario en pro del interés de este segundo. La especialización de la administración de los activos empresariales y su separación de la propiedad de dichos activos obedece típicamente a la superioridad de conocimientos y habilidades gerenciales de los fiduciarios o administradores. La contrapartida, o el coste, consiste en que el beneficiario -los socios- se hallan habitualmente en una situación de inferioridad informacional severa, o de asimetría de información, difícil de superar dada la complejidad intrínseca a la gestión patrimonial y la incertidumbre empresarial. Justamente por eso el deber del fiduciario es tan sumamente exigente: la asimetría informativa que se deriva de la presencia notable de información no observable (por los socios) y no verificable (por el juez) hace difícil -por no decir prácticamente imposible- supervisar el comportamiento del administrador en todo extremo y en toda circunstancia.

En el caso específico de la posibilidad de adopción por la junta de instrucciones de gestión social los deberes fiduciarios que pesan sobre los administradores son de dos tipos, y están relacionados con las habilidades y conocimientos de los mismos¹²⁵.

(i) Los administradores están, dada su típica superioridad informativa sobre los socios, sometidos al deber de aportar toda la información necesaria y relevante a la junta para que la misma se encuentre en condiciones de adoptar una decisión informada sobre el asunto de gestión de que se trate. Los administradores disponen de información de la que la junta y los socios -incluso los activistas hipotéticamente promotores de la medida de gestión- normalmente carecen. El propósito de tal deber es que la decisión de la junta sea lo más

¹²⁵ V. JUSTE MENCÍA (2017, pp. 408-409); GANDÍA PÉREZ (2017, p. 214).

informada posible. La posición fiduciaria de los administradores les obliga a poner los medios necesarios para proteger la esfera jurídica de otros, los socios. Se podría catalogar casi como un deber de protección (*Schutzpflicht*) del interés de integridad de la sociedad y basado en la buena fe, por usar el germanismo conceptual.

Es cierto que nuestro ordenamiento relaja la responsabilidad de los administradores en los márgenes de la discrecionalidad empresarial. Los administradores no responderán por decisiones amparadas por la *business judgement rule*, sean adoptadas por la autoridad del consejo o por la autoridad de los socios *ex art. 161 LSC*. No obstante, es preciso recordar que la protección que suministra la *business judgement rule* respecto a la discrecionalidad empresarial tiene un límite muy claro: que las decisiones sean informadas, que es justamente la medida de la diligencia empresarial. La doctrina suele hacer hincapié en lo que el art. 226 LSC tiene de efecto exoneratorio -promoviendo un espacio de inmunidad a las decisiones discrecionales-, también en relación con la adopción de decisiones de gestión por parte de la junta¹²⁶. Desde esta perspectiva el acento se pone en la dificultad de enjuiciar *ex post* la adopción de decisiones ineficientes o improductivas en entornos de incertidumbre y de riesgo empresarial. Sin embargo, es muy relevante también aquello a lo que obliga, que no es poco: a que los administradores proporcionen al decisor, sea el consejo o la junta, la información relevante como requisito previo a tomar cualquier decisión -lo que se llama habitualmente el "informed board"- . Desde esta perspectiva, la norma procura que los administradores tengan los incentivos para informarse adecuadamente y estar en condiciones de adoptar la decisión óptima -es decir, la que crea más valor, que desde la óptica económica sólo puede ser una, otra cosa es que el talento o la suerte les acompañen-. *Los administradores incurrirían en responsabilidad por las decisiones de la junta que saben pobremente fundadas o informadas por efecto precisamente de no haber suministrado a aquella la debida información para una adecuada comprensión de las consecuencias de la decisión*. De ahí que infringirían sus deberes fiduciarios si suministran información insuficiente, inveraz o inadecuada a la junta, permitiendo con ello la adopción de una decisión de gestión que en último extremo resulta dañosa para el patrimonio social.

Cuestión distinta es que la imputación del administrador no esté regida, como lo está cualquier responsabilidad civil, por los criterios generales de imputación objetiva, y por ello, a pesar de la negligencia del administrador al suministrar la información, no se le deba imputar el daño si la junta estaba firmemente determinada a la adopción de la instrucción de gestión de que se trate, cualquiera que fuese la información que se le pudiera proporcionar, con lo cual la falta de información no elevó *ex ante* la probabilidad de adopción de la decisión (criterio del incremento del riesgo) o fuera una decisión promovida por los activistas tan palmariamente absurda o mal dirigida que cualquier información que

¹²⁶ Argumenta detenidamente sobre el aspecto de la discrecionalidad de la junta, RECALDE CASTELLS (2015, pp. 160-161).

se hubiera dado al respecto no podría cambiar su naturaleza dañosa (criterio de la prohibición de regreso)¹²⁷.

Desde esta perspectiva, el mecanismo de las instrucciones puede imponer a los administradores la delicada obligación de suministrar, con las debidas cautelas, información a la junta normalmente reservada al consejo, y a la que no tendrían acceso de otra manera los activistas. Como ya se ha advertido, esta obligación expone a los administradores –también desde el punto de vista reputacional– porque no sólo les obliga a suministrar *hard information* (dossieres técnicos y jurídicos de la operación, incluidos los conflictos de interés), sino también *soft information* que, por naturaleza, es más comprometida de trasladar o transmitir fuera de las reuniones del consejo. Al final, la obligación de información puede resultar muy incómoda de cumplir, y por ello, servir de acicate para que los administradores y los socios de control faciliten la entrada del activista en el consejo.

(ii) Asimismo, los administradores están sometidos al deber de dar cumplimiento a las instrucciones de la manera más beneficiosa para la sociedad y para el interés social. La ejecución de las instrucciones impone a los administradores obligaciones de no hacer, pero también de hacer. La primera les obliga a no ejecutar determinadas instrucciones. En efecto, los administradores infringen sus deberes ejecutando instrucciones ilegales, o contrarias a los estatutos o manifiestamente contrarias al interés social, como, por otra parte, acontece en relación con cualquier otra decisión de la junta¹²⁸.

El núcleo de la cuestión va a gravitar en torno al concepto de interés social. La norma establece un control interno de legalidad: impone a los administradores la obligación de verificar que el acuerdo se ajusta a la ley, al contrato social –los estatutos–, y que es en interés de todos los socios, no en beneficio de unos socios a expensas de los otros. Las dos primeras cuestiones son más fáciles de determinar *ex post*, sea internamente por los administradores, o externamente por los tribunales. La tercera precisa de una valoración.

La estrategia más prometedora para los administradores (y los socios de control) renuentes a acatar la decisión de la junta y plantar batalla a los activistas sería trasmutar el juicio de legalidad en un juicio de oportunidad, alegando que la ejecución del acuerdo de

¹²⁷ La doctrina al uso suele analizar la materia siguiendo el mismo patrón. Y una de las cuestiones largamente discutidas, es si el administrador resultaría negligente si ejecuta un acuerdo válido, pero contrario al “buen juicio empresarial” o incluso, “manifiestamente dañino”. A mi juicio esta cuestión tiene más que ver con la obligación de suministrar información que con la ejecución propiamente dicha en relación con la función –más estrecha o más amplia, según se entienda– de garante o de gatekeeper del administrador (no obstante, con soluciones distintas, v. GANDÍA PÉREZ (2017, pp. 220-224) ; JUSTE MENCÍA (2017, pp. 410-413).

¹²⁸ La doctrina española en la materia suele centrar su análisis en el escrutinio de estos supuestos y a ella me remito, v. GARCÍA VIDAL (2006, pp. 111 y ss.); E GANDÍA PÉREZ (2017, pp. 215 y ss); JUSTE MENCÍA (2017, pp. 403 y ss.)

instrucciones castigaría el crecimiento a largo plazo de la sociedad (y con ello beneficiaría a los socios con un horizonte de inversión a corto plazo frente a aquellos otros que lo tienen a largo plazo). Sería muy peligroso, y cortocircuitaría la eficacia de la norma, si los tribunales dieran alas a esta línea de razonamiento y siguieran esa senda interpretativa. Dos razones desaconsejan esta línea de actuación. La primera es que los jueces están en mala posición para realizar juicios empresariales *ex post*. Las mismas razones que sustentan la racionalidad de la *business judgement rule* son trasladables aquí. Adicionalmente, el reproche frecuentemente escuchado de cortoplacismo aplicado a los activistas no debería, *per se*, eximir a los administradores de ejecutar las instrucciones de la junta.

Con todo, y aunque la doctrina solo considera los supuestos en los que los administradores deberían abstenerse de ejecutar las instrucciones, el riesgo de responsabilidad puede persistir cuando acatan y ejecutan las instrucciones de gestión de la junta. Deslindar la responsabilidad de los administradores de la manera de ejecutar una decisión o acuerdo – propio o ajeno– parece descansar en la convicción de que la ejecución es automática o mecánica, sin margen de maniobra alguno. Conviene tener presente que con frecuencia se da el caso de que existen varias vías de interpretar o ejecutar las instrucciones, sobre todo si se trata de operaciones complejas. Entonces, la selección de una frente a otra por parte de los administradores puede venir motivada por un comportamiento negligente o desleal, y en consecuencia, dar lugar a responsabilidad¹²⁹. Justamente para propiciar que los administradores subordinen su interés personal al interés de la sociedad, los deberes fiduciarios les obligan a elegir la manera de proceder más beneficiosa para la sociedad.

Las reflexiones anteriores nos conducen a la conclusión de que los administradores de las sociedades cotizadas se enfrentan ante un riesgo real de responsabilidad y de coste para su reputación si los activistas tienen en su mano la activación del mecanismo del art. 161 LSC. Estarán expuestos a la revisión y al escrutinio del cumplimiento de sus deberes fiduciarios a la hora de informar adecuadamente a la junta, o de ejecutar las instrucciones en el mejor interés de la sociedad. Tal exposición, sin duda, no querida (los administradores de las sociedades cotizadas son aversos a este riesgo porque más allá de la responsabilidad en sí, los mercados son muy sensibles a informaciones de este tipo), pueden evitarla renunciando a la confrontación y facilitando la entrada de los activistas al consejo. A mi juicio, esta es la función que cabalmente cumple el art. 161 LSC en sede de sociedades cotizadas: es una baza o una ventaja que permite a los activistas facilitar su función de disciplinar a los administradores y de implementar sus propuestas en la gestión de la sociedad.

¹²⁹ Sin embargo, GANDÍA PÉREZ (2017, p. 213), “...la adecuación de los administradores a un acuerdo vinculante de la junta *excluye de raíz* la responsabilidad de estos últimos por los daños que su ejecución pudiera ocasionar a la sociedad”. Pero en la p. 224 matiza que “los administradores responderán cuando hubieran proporcionado una información insuficiente o errónea a la junta, o hubieran actuado de forma negligente o desleal a la hora de poner en práctica el acuerdo”.

7. Conclusiones

En este trabajo se ha tratado de analizar cómo el activismo accionarial puede mejorar el gobierno corporativo de nuestras sociedades cotizadas, en su gran mayoría, en manos de socios de control. La experiencia comparada demuestra que el vector más dinámico en los últimos tiempos en el gobierno de las empresas lo protagonizan los activistas. Los activistas son el motor del llamado activismo accionarial, y en tanto existan sociedades con problemas de agencia no solucionados y los ordenamientos no pongan muchas trabas a su habilidad para introducir cambios de gobierno y de estrategia empresarial, es fácil predecir que han venido para quedarse. Y aunque su tasa de infiltración es muy alta en el mercado norteamericano, van introduciéndose poco a poco en Europa. En este contexto, la cuestión que sigue abierta es qué impacto podrían tener en las sociedades cotizadas españolas. Hay dos factores determinantes a este respecto. El primero es la estructura de capital. Los estudios empíricos advierten que la presencia de socios de control desincentiva la entrada de los activistas. Con todo, esto no significa que las empresas controladas estén a resguardo del apetito de los activistas, a sabiendas de los problemas de agencia que sufren estas sociedades debido a la falta de supervisión y de contestación que tiene el control de los socios mayoritarios. Aunque parezca contraintuitivo, cada vez un número creciente de activistas se aventuran a influenciar e intervenir en sociedades con capital concentrado. Lo que nos lleva al segundo factor explicativo del activismo en estas sociedades. La clave de bóveda está en el ordenamiento. Hay ordenamientos más amigables con el activismo, y otros más reacios. A fin de cuentas, los mecanismos formales que suministra el derecho de sociedades a los socios externos para supervisar y controlar a los *insiders* determinan la capacidad de los activistas para influir con éxito en la sociedad (al igual que la salud del gobierno corporativo en una jurisdicción dada). En otras palabras, dotan de músculo a los activistas para perseguir los cambios de gobierno o de estrategia empresarial que se han marcado. En la experiencia internacional, la capacidad para nombrar y cesar a los administradores a través de mecanismos de *proxy fights*, ha posibilitado que influyeran en las sociedades a través del consejo. En este trabajo indago otra opción, específica del derecho de sociedades español, la posibilidad de intervenir en la gestión a través de las facultades de la junta *ex art. 161 LSC*. Si el mecanismo está bien engrasado les permitirá a los activistas tener poder de negociación frente a los socios de control y encontrar maneras más efectivas de cooperación. Esta solución probablemente no resuelva todos los problemas del gobierno en las empresas controladas en los mercados de capital, pero sin duda tiene potencial para hacer que los accionistas de control sean más propensos a rendir cuentas a los inversores externos.

8. Bibliografía

Renee B. ADAMS, Benjamin E. HERMALIN and Michael S. WEISBACH (2010), "The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey", 48 (1) *Journal of Economic Literature*, 58.

Philippe AGHION and Jean TIROLE (1997), "Formal and real authority in organizations", 105 (1) *Journal of Political Economy*, 1.

Anat R. ADMATI and Paul P. PFLEIDERER (2009), "The 'Wall Street Walk' as a Form of Shareholder Activism", 22 (7) *Review of Financial Studies*, 2645.

Ashwini K. AGRAWAL (2012), "Corporate governance objectives of labor union shareholders: Evidence from proxy voting", 25 (1) *Review of Financial Studies*, 187.

Ian R. APPEL, Todd A. GORMLEY and Donald B. KEIM (2016), "Passive Investors, Not Passive Owners", 121 (1) *Journal of Financial Economics*, 111.

Jon ARMENDARIZ ROMÁN (2018), "Las instrucciones de la junta y la responsabilidad de los administradores a la luz de la reciente reforma en materia de gobierno corporativo", en Alberto EMPARANZA SOBEJANO (dir.), *Los intentos de reforzamiento del poder de la junta y de los socios en los grupos de sociedades*, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid.

Rasha ASHRAF, Narayanan JAYARAMAN and Harley E. RYAN (2012), "Do Pension-Related Business Ties Influence Mutual Fund Proxy Voting? Evidence from Shareholder Proposals on Executive Compensation", 47 (3) *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 567.

Brad M. BARBER (2007), "Monitoring the Monitor: Evaluating CalPERS' Activism", *Journal of Investing*.

Stephen M. BAINBRIDGE (2006), "Director Primacy and Shareholder Disempowerment", 119 *Harvard Law Review*, 1735.

Lucian A. BEBCHUK and Kobi KASTIEL (2018), "The Perils of Small-Minority Controllers", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*. Forthcoming, *Georgetown Law Journal*.

Lucian A. BEBCHUK, Alma COHEN and Scott HIRST (2017), "The Agency Problems of Institutional Investors", 31(3) *Journal of Economic Perspectives*, 89.

Lucian A. BEBCHUK, Alon BRAV, Wei JIANG and Thomas KEUSCH (2017), "Dancing with Activists", *Columbia Business School Research Paper No. 17-44*; *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 906*.

Lucian A. BEBCHUK, Alon BRAV and Wei JIANG (2015), "The long-term effects of hedge fund activism", 115 (5) *Columbia Law Review*, 1085.

Lucian A. BEBCHUK, Alon BRAV, Wei JIANG and Thomas KEUSCH (2015), "The Long-term Effects of Hedge Fund Activism: A Reply to Cremers, Giambona, Sepe, and Wang", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*.

Lucian A. BEBCHUK (2013), "The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value", 113 *Columbia Law Review*, 1637.

Lucian A. BEBCHUK, Alon BRAV, Robert J. JACKSON Jr. Wei JIANG (2013), "Pre-Disclosure Accumulations by Activist Investors: Evidence and Policy", 39 (1) *Journal of Corporation Law*, 1.

Lucian A. BEBCHUK and Robert J. JACKSON Jr. (2012), "The Law and Economics of Blockholder Disclosure", 2 (1) *Harvard Business Law Review*, 39.

Lucian A. BEBCHUK (2005), "The case for increasing shareholder power", 118 (3) *Harvard Law Review*, 833.

Lucian A. BEBCHUK and Assaf HAMDANI (2002), "Optimal Defaults for Corporate Law Evolution", 96 (2) *Northwestern University Law Review*, 489.

Lucian A. BEBCHUK, Reinier KRAAKMAN and George TRIANTIS (2000), "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights", en Randall K. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press.

Lucian A. BEBCHUK and Mark J. ROE (1999), "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance", 52 (1) *Stanford Law Review*, 127.

Marco BECHT, Julian R. FRANKS, Jeremy GRANT and Hannes F. WAGNER (2017), "Returns to Hedge Fund Activism: An International Study". 30 (9) *The Review of Financial Studies*, 2933.

Marco BECHT, Andrea POLO and Stefano ROSSI (2016), "Does Mandatory Shareholder Voting Prevent Bad Acquisitions?", 29 (11) *Review of Financial Studies*, 3035.

Marco BECHT, Julian R. FRANKS and Jeremy GRANT (2010), "Hedge Fund Activism in Europe", *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 283/2010*

Marco BECHT, Julian R. FRANKS, Colin MAYER and Stefano ROSSI (2009), "Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes U.K. Focus Fund", 22 (8) *Review of Financial Studies*, 3093.

Marcello BIANCHI, Angela CIAVARELLA, Valerio NOVEMBRE and Rosella SIGNORETTI (2011), "Comply or Explain: Investor Protection Through the Italian Corporate Governance Code", 23 (1) *Journal of Applied Corporate Finance*, 107.

Bernard S. BLACK (1990), "Shareholder Passivity Reexamined", 89 (3) *Michigan Law Review*, 520.

Patrick BOLTON and Mathias DEWATRIPONT (2013), "Authority in organizations. A survey", en Robert GIBBONS and John ROBERTS (ed.), *The handbook of organizational economics*, Princeton University Press.

Andrew BOREK, Zachary FRIESNER and Patrick MCGURN (2017), "The Impact of Shareholder Activism on Board Refreshment Trends at S&P 1500 Firms", Investor Responsibility Research Center Institute.

Nicole M. BOYSON and Robert M. MOORADIAN (2011), "Corporate governance and hedge fund activism", 14 (2) *Review of Derivatives Research*, 169.

Michael BRADLEY, Alon BRAV, Itay GOLDSTEIN and Wei JIANG, (2010), "Activist arbitrage: A study of open-ending attempts of closed-end funds", 95 (1) *Journal of Financial Economics*, 1.

William W. BRATTON and Michael L. WACHTER (2010) "The Case Against Shareholder Empowerment", 158 *University of Pennsylvania Law Review*, 653.

William W. BRATTON (2007), "Hedge Funds and Governance Targets", 95 *Georgetown Law Journal Review*, 1375.

Alon BRAV, Wei JIANG and Hyunseob KIM (2015), "Recent advances in research on hedge fund activism: Value creation and identification", 7 *Annual Review of Financial Economics*, 579.

Alon BRAV, Wei JIANG, Frank PARTNOY and Randall THOMAS (2008), "Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance", 63 (4) *Journal of Finance*, 1729.

Mike BURKART, Salvatore MIGLIETTA and Charlotte OSTERGAARD (2017), "Why Do Boards Exist? Governance Design in the Absence of Corporate Law" *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 504/2017*.

Stefano CASCINO, Mark CLATWORTHY, Beatriz GARCIA OSMA, Joachim GASSEN, Shahed IMAM and Thomas JEANJEAN (2014), "Who Uses Financial Reports and for What Purpose? Evidence from Capital Providers", 11 (2) *Accounting in Europe*, 185.

Brian R. CHEFFINS and John ARMOUR (2012), "The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds", 37 (1) *Journal of Corporation Law*, 51.

Iris H-Y CHIU (2016), "European Shareholder Rights Directive proposals: a critical analysis in mapping with the UK Stewardship Code?" 17 (1) *Era Forum*, 31.

Stephen CHOI, Jill E. FISCH and Marcel KAHAN (2010), "The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?", 59 *Emory Law Journal*, 869.

Christopher P. CLIFFORD (2008), "Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists", 14 (4) *Journal of Corporate Finance*, 323.

John C. COFFEE, Jr. (2017), "The Agency Costs of Activism: Information Leakage, Thwarted Majorities, and the Public Morality", *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 373/2017*.

John C. COFFEE, Jr. and Darius PALIA (2016), "The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance", 41 *Journal of Corporation Law*, 545.

John C. COFFEE, Jr. (1991), "Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor", 91 (6) *Columbia Law Review*, 1277.

Robert COOTER, Stephen MARKS and Robert MNOOKIN (1982), "Bargaining in the Shadow of the Law: A Testable Model of Strategic Behavior", 11 *Journal of Legal Studies*, 225.

James D. COX (2015), "Corporate Law and the Limits of Private Ordering", 93 (2) *Washington University Law Review*, 257.

Alan D. CRANE, Andrew KOCH and Sébastien MICHENAUD (2018), "Institutional Investor Cliques and Governance", *Journal of Financial Economics*, en prensa.

Martijn CREMERS, Erasmo GIAMBONA, Simone M. SEPE and Ye WANG (2015), "Hedge Fund Activism and Long-Term Firm Value".

Vicente CUÑAT, Mireia GINE and Maria GUADALUPE (2016), "Say Pays! Shareholder Voice and Firm Performance", 20 (5) *Review of Finance*, 1799.

Dragana CVIJANOVIĆ, Amil DASGUPTA and Konstantinos E. ZACHARIADIS (2016), "Ties That Bind: How Business Connections Affect Mutual Fund Activism", 71 (6) *Journal of Finance*, 2933.

Aswath DAMODARAN (2012), "Value Investing: Investing for Grown Ups?", disponible en <https://ssrn.com/abstract=2042657> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2042657>

Abe DE JONG , Douglas V. DEJONG , Gerard MERTENS and Charles E. WASLEY (2005), "The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications from The Netherlands", 11 (3) *Journal of Corporate Finance*, 473.

Diane DEL GUERCIO and Tracie WOITKE (2014), "Do the Interests of Labor Union and Public Pension Fund Activists Align with Other Shareholders? Evidence from the Market for Directors", *Social Science Research Network*.

Diane DEL GUERCIO and Jennifer HAWKINS (1999), "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism", 52 (3) *Journal of Financial Economics*, 293.

DEPARTMENT FOR BUSINESS, INNOVATION & SKILLS. GOV. UK. (2012), "The Kay Review Of Uk Equity Markets And Long Term Decision-Making", Final Report Jul. 2012.

Francesco M^a. DE ROSSI, Daniela GARIBOLDI, Gianluca LEGGIERI e Antonio RUSSO (2008). "Il marketing dei fondi comuni italiani", 61 *Quaderni di Finanza, Consob*.

Elroy DIMSON, Oğuzhan KARAKAŞ and Xi LI (2015), "Active Ownership", 28 (12) *Review of Financial Studies*, 3225.

Ying DUAN and Yawen JIAO (2014), "The role of mutual funds in corporate governance: Evidence from mutual funds' proxy voting and trading behavior". 51 (2) *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 489.

Alex EDMANS and Gustavo MANSO (2011), "Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders", 24 (7) *Review of Financial Studies*, 2395.

Alex EDMANS (2009), "Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia", 64 (6) *Journal of Finance*, 248.

Matteo EREDE (2013), "Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure: An Empirical Analysis of Hedge Fund Activism in Italy and Germany, and Its Evolution", 10 (3) *European Company and Financial Law Review*, 328.

Eugene F. FAMA and Michael C. JENSEN (1983), "Separation of ownership and control", 26 (2) *Journal of Law and Economics*, 301.

Isabel FERNÁNDEZ TORRES (2017), *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid.

Jill E. FISCH (2018), "Governance by Contract: The Implications for Corporate Bylaws", 106 (2) *California Law Review*, 373.

Jill E. FISCH (2016), "The New Governance and the Challenge of Litigation Bylaws", 81 *Brooklyn Law Review*, 1637.

Holger FLEISCHER (2007), "Kompetenzen der Hauptversammlung - eine rechtsgeschichtliche, rechtsdogmatische und rechtsvergleichende Bestandsaufnahme", en Walter BAYER und Mathias HABERSACK, *Aktienrecht Im Wandel*, Mohr Siebeck.

Jesse FRIED and Charles C.Y. WANG (2018), "Are Buybacks Really Shortchanging Investment?", 96 (2) *Harvard Business Review*, 88.

Enrique GANDÍA PÉREZ (2017), *La renuncia a la acción social de responsabilidad*, Civitas, Madrid.

Nickolay GANTCHEV (2013), "The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model", 107 (3) *Journal of Financial Economics*, 610.

Ángel GARCÍA VIDAL (2006), *Las instrucciones de la junta general a los administradores de la sociedad de responsabilidad limitada*, Aranzadi, Pamplona.

José M^a GARRIDO GARCÍA (2002), *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Real Colegio de España En Bolonia, Zaragoza.

Martin GELTER (2013), "The Pension System and the Rise of Shareholder Primacy", 43 *Seton Hall Law Review*, 909.

Stuart L. GILLAN and Laura T. STARKS (2007), "The Evolution of Shareholder Activism in the United States", 19 (1) *Journal of Applied Corporate Finance*, 57.

Stuart L. GILLAN and Laura T. STARKS (2000), "Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors", 57 (2) *Journal of Applied Corporate Finance*, 275.

Ronald J. GILSON and Jeffrey N. GORDON (2013), "The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights", 113 (4) *Columbia Law Review*, 863.

Carine GIRARD (2009), "Comparative Study of Successful French and Anglo-Saxon Shareholder Activism", Working Paper.

William N. GOETZMANN, Jonathan E. INGERSOLL, Jr. and Stephen A. ROSS (2003), "High-water marks and hedge fund management contracts", 58 (4) *Journal of Finance*, 1685.

Marc GOLDSTEIN (2014), "Defining Engagement: An Update on the Evolving Relationship Between Shareholders, Directors and Executives". A study conducted by Institutional Shareholder Services for the Investor Responsibility Research Center Institute.

Zohar GOSHEN and Richard SQUIRE (2017), "A New Theory for Corporate Law and Governance", 117 (3) *Columbia Law Review*, 767.

Ian D. GOW, Sa-Pyung SEAN SHIN and Suraj SRINIVASAN (2016), "Consequences to Directors of Shareholder Activism", Harvard Business School Working Paper.

Robin GREENWOOD and Michael SCHOR (2009), "Investor activism and takeovers". 92 (3) *Journal of Financial Economics*, 362.

María GUTIÉRREZ URTIAGA and Maribel SÁEZ LACAWE, (2018), "Strong shareholders, weak outside investors", 18 (2) *Journal of Corporate Law Studies*, 277.

María GUTIÉRREZ URTIAGA and Maribel SÁEZ LACAWE (2017), "A contractual approach to discipline self-dealing by controlling shareholders", 2 (1) *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 173.

Assaf HAMDANI and Yishay YAFEH (2013), "Institutional investors as minority shareholders", 17 (2) *Review of Finance*, 691.

Henry HANSMANN (2008), "Corporation and Contract", 8 (1) *American Law and Economics Review*, 1.

Henry HANSMANN (1988), "Ownership of the Firm", 4 (2) *Journal of Law, Economics and Organization*, 267.

Milton HARRIS and Artur RAVIV (2010), "Control of corporate decisions: Shareholders vs. Management", 23 (11) *Review of Financial Studies*, 4115.

Albert O. HIRSCHMAN (1970), *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*.

Klaus J. HOPT (2017), "The Dialogue between the Chairman of the Board and Investors: The Practice in the UK, the Netherlands and Germany and the Future of the German Corporate Governance Code Under the New Chairman", European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper n°. 365/2017.

Henry T.C. HU and Bernard BLACK (2008), "Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions", 156 (3) *University of Pennsylvania Law Review*, 625.

Michael C. JENSEN and William H. MECKLING (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 (4) *Journal of Financial Economics*, 305.

Javier JUSTE MENCÍA (2017), "Algunas reflexiones sobre las instrucciones de la junta en materia de gestión y la responsabilidad de los administradores", en Javier JUSTE MENCÍA y Cristóbal ESPÍN GUTIÉRREZ (coord.), *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital, I.*, Aranzadi, Madrid.

Marcel KAHAN and Edward B. ROCK (2007), "Hedge funds in corporate governance and corporate control", 155 (5) *University of Pennsylvania Law Review*, 1021.

Marcel KAHAN and Michael KLAUSNER (1997), "Standardization and Innovation in Corporate Contracting (or "The Economics of Boilerplate")", 83 (4) *Virginia Law Review*, 713.

Kobi KASTIEL (2016), "Against all odds: Hedge fund activism in controlled firms", 16 (1) *Columbia Business Law Review*, 60.

Dionysia KATELOUZOU (2015), "Worldwide Hedge Fund Activism: Dimensions and Legal Determinants", 17 (3) *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 789.

April KLEIN and Emanuel ZUR (2009), "Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors", 64 (1) *Journal of Finance*, 187.

C.N.V. KRISHNAN, Frank PARTNOY and Randall S. THOMAS (2016), "The Second Wave of Hedge Fund Activism: The Importance of Reputation, Clout, and Expertise", 40 *Journal of Corporate Finance*, 296.

Sarah KROUSE, David BENOIT and Tom MCGINTY, "The New Corporate Power Brokers: Passive Investors; Index-fund managers such as Vanguard often cast deciding shareholder votes on issues such as mergers and leadership changes", *Wall St. J.*, Oct. 24, 2016.

Doron LEVIT and Nadya MALENKO (2011), "Nonbinding Voting for Shareholder Proposals", 66 (5) *Journal of Finance*, 1579.

Martin LIPTON (2015), "Is Activism Moving in House?", World Economic Forum International Business Council, Geneva, Switzerland.

Martin LIPTON (2015), "Will a New Paradigm for Corporate Governance Bring Peace?", Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. Wachtell, Lipton, Rosen & Katz.

Martin LIPTON (2013), "Current thoughts about activism, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation.

Carmen X.W. LU (2016), "Unpacking Wolf Packs", 125 (3) The Yale Law Journal, 560.

Jonathan R. MACEY (2008), *Corporate Governance. Promises kept, promises broken*, Princeton University Press.

Fernando MARÍN DE LA BÁRCENA (2015), "La facultad de impartir instrucciones o exigir autorización sobre asuntos determinados de gestión", Gómez-Acebo y Pombo.

John G. MATSUSAKA, Oguzhan OZBAS and Irene YI (2017), "Opportunistic Proposals by Union Shareholders". Social Science Research Network.

Ernst MAUG (1998), "Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control?", 53 (1) Journal of Finance, 65.

Joseph MCCAHERY, Zacharias SAUTNER y Laura T. STARKS (2016), "Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors", 71 Journal of Finance, 2906.

Robert N. MNOOKIN and Lewis KORNHAUSER (1979), "Bargaining in the Shadow of the Law: The Case of Divorce", 88 (5) The Yale Law Journal, 950.

Lars L. NORDEN and Therese STRAND (2011), "Shareholder activism among portfolios managers: rational decisions or 15 minutes of fame?", 15 (3) Journal of management & Governance, 375.

Cándido PAZ-ARES (2010), "Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo", InDret 4/2010.

Aranzazu PÉREZ MORIONES (2018), "La extensión de la facultad de la junta general de intervenir en asuntos de gestión. En particular, la intervención de la junta en asuntos de gestión del grupo" en Alberto EMPARANZA SOBEJANO (dir.), *Los intentos de reforzamiento del poder de la junta y de los socios en los grupos de sociedades*, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid.

Andrés J. RECALDE CASTELLS (2015), "Artículo 161. Intervención de la junta general en asuntos de gestión", en Javier JUSTE MENCÍA (coord.), *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014)*, Civitas, Madrid.

Wolf-George RINGE (2015), "Shareholder activism: a Renaissance", en Jeffrey N. GORDON and Wolf-George RINGE (ed.), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Publicación online.

Edward B. ROCK (2015), "Institutional Investors and Corporate Governance", en Jeffrey N. GORDON y Wolf-George RINGE (ed.), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Publicación online.

Fernando RODRIGUEZ ARTIGAS (2006), "La representación de los accionistas como instrumento de poder corporativo", *Revista de derecho bancario y bursátil*, N° 104.

Roberta ROMANO (1993), "Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered", 93 (2) *Columbia Law Review*, 795.

M^a. Isabel SÁEZ LACAVE and María GUTIÉRREZ URTIAGA (2015), "Dividend policy with controlling shareholders", 16 (1) *Theoretical Inquiries in Law*, 107.

M^a. Isabel SÁEZ LACAVE (2012), "Nombramiento y cese de los consejeros minoritarios", *InDret* 3/2012.

Fernando SÁNCHEZ CALERO (2006), "El declinar de la junta y el buen gobierno corporativo", *Revista de derecho bancario y bursátil*, N° 104.

Paolo SANTELLA, Enrico BAFFI, Carlo DRAGO and Dino LATTUCA (2012), "Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in the EU and in the US", 23 *European Business Law Review*.

Andrei SHLEIFER and Robert W. VISHNY (1986), "Large Shareholders and Corporate Control" 94 (3) *Journal of Political Economy*, 461.

David H. SOLOMON and Eugene F. SOLTES (2015), "What Are We Meeting For? The Consequences of Private Meetings with Investors", 58 (2) *Journal of Law and Economics*, 325.

Lynn STOUT (2012), *The shareholder value myth: How putting shareholders first harms investors, corporations and the public*.

Giovanni STRAMPELLI (2018), "Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice", 12 (2) Virginia Law & Business Review, 187.

Leo E. STRINE, Jr. (2017), "*Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*", 126 The Yale Law Journal, 1870.

Edward P. SWANSON and Glen YOUNG (2016), "Are Activist Investors Good or Bad for Business? Evidence from Capital Market Prices, Informed Traders, and Firm Fundamentals", Mays Business School Research Paper No. 2823067.

Randall S. THOMAS and Patrick C. TRICKER (2017), "Shareholder Voting in Proxy Contests for Corporate Control, Uncontested Director Elections and Management Proposals: A Review of the Empirical Literature", 70 (1) Oklahoma Law Review, 9.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2014), "Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms", Staff Legal Bulletin No. 20 (IM/CF).

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2003), "Final Rule: Proxy Voting by Investment Advisers", 68 Fed. Reg. 6585, Rule 206(4)-6.

Michael USEEM, Edward H. BOWMAN, Jennifer MYATT and Craig W. IRVINE (1993), "US institutional investors look at corporate governance in the 1990s", 11 (2) European Management Journal, 175.