



ANDRÉS RECALDE CASTELLS

*Catedrático de Derecho Mercantil.  
Universidad Autónoma de Madrid*

# Distribución de competencias en materia de gestión entre los órganos de las sociedades de capital

11 de abril de 2019



*A José María Segura Zurbano  
en memoria de Miguel Castells Adriaensens,  
notarios, excelentes juristas y mejores personas*

#### SUMARIO\*

1. Introducción. 2. Las competencias de los órganos de las sociedades de capital desde un apunte histórico-comparado. 3. Nuevas tendencias respecto a la distribución del poder en la sociedad anónima cotizada al hilo del activismo de ciertos inversores institucionales. 4. La ausencia en el Derecho español de un criterio único y coherente sobre la asignación de competencias entre los órganos de la sociedad. 5. Conclusiones finales.

\* Este trabajo se inserta en el Proyecto «Financiación y reestructuración de empresas» (DER2017-84263-P) Financiado por el Ministerio de Ciencia, Investigación y Universidades. Dejo constancia de mi agradecimiento a mis compañeros y amigos (Francisco León, Antonio Roncero, Javier Juste y Aurora Martínez Flórez) que con las observaciones que hicieron a un borrador del texto ayudaron a limar sus fallos. Como es obvio, la responsabilidad de los posibles errores que hayan permanecido solo es mía.



## 1. INTRODUCCIÓN

Las relaciones entre los socios y los administradores, y la distribución de competencias asignadas a unos y otros son temas nucleares en el Derecho de sociedades<sup>1</sup>.

Nos ocuparemos del tema en las próximas páginas, comenzando con unas referencias breves a las *tendencias más generalizadas en el Derecho comparado*. Ello permitirá constatar la existencia de ciertas líneas coincidentes en un régimen, que, por otro lado, es, también, distinto en función de que se aplique a las formas legales destinadas a las sociedades con una composición subjetiva fungible (sociedad anónima, *public company*) o a las que se integran por un círculo reducido y cerrado de socios (sociedad de responsabilidad limitada, *closed company*)<sup>2</sup>. Las diferencias afectan igualmente al papel que se asigna a la autonomía privada en un tipo y otro de la realidad.

La titularidad del poder de decisión en la sociedad anónima es un problema tan antiguo como esta forma social<sup>3</sup>. Afecta a la definición constitucional de una organización compleja que progresivamente tiende a la institucionalización. La gestión de una gran empresa reclama una administración profesionalizada en la que los gestores gocen de independencia y de un poder discrecional. Al incremento de su poder contribuye la falta de información y el desconocimiento de los accionistas;

<sup>1</sup> Para el lugar central que ocupa la asignación a los órganos de la competencia sobre la gestión v. EISENBERG, *The structure of the Corporation*, 1976, 1: «*Corporate law is constitutional law. Its dominant function is to regulate the manner in which the corporate institution is constituted, to define the relative rights and duties of those participating in the institution, and the powers of the institution vis-à-vis the external world*»; FLEISCHER, «Zur Kompetenzverteilung zwischen Verwaltung und Hauptversammlung im englischen und deutschen Aktienrecht», *Fs. F. A. Heldrich z. 70. Geburtstag*, 2005, 5.

<sup>2</sup> ESTEBAN VELASCO, «Art. 209», en Rojo/Beltrán dir., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, 2011, 1482.

<sup>3</sup> COOLS, «The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy: Inherent Conflicts of Interests as Normative Criterion», *ECFR*, 2014, 258 y s.; en España siempre conviene retornar a la obra de ESTEBAN VELASCO, *El poder de decisión en la sociedad anónima*, 1982, *passim*.

también las dificultades inherentes al funcionamiento de un órgano (la junta) compuesto por muchas personas, que se someten al principio de mayorías y en el que las decisiones se plantean en términos binarios (sí o no). Últimamente el interés por el tema revive al hilo de las propuestas de reforzar la posición de los accionistas en el marco de la llamada democracia accionarial y al activismo creciente de los inversores institucionales; también a los fenómenos de voto vacío, que se dan cuando la condición de accionista (y del correspondiente poder de decidir) reside en quienes no soportan el riesgo de la inversión en la empresa<sup>4</sup>.

Cuando la discusión relativa al poder de decidir sobre la gestión se traslada a otras formas de sociedades, los términos de la discusión se plantean en términos diferentes. Afectan al núcleo de la sociedad como contrato de organización, pero repercute, igualmente, en la cuestión tipológica y de adecuación del régimen legal a lo que reclama cada clase de sociedad en la realidad.

Luego *el tema se afrontará desde el Derecho positivo español*, partiendo de un rápido esbozo sobre cómo la ley de sociedades de capital distribuye las competencias entre los órganos de la sociedad prestando una atención particular a las relativas a la gestión de la empresa: si a ambos órganos se asignan competencias exclusivas (aparentemente así resulta de los arts. 209 y 159.2 LSC), de forma que ninguno puede invadir las que se atribuyen al otro; si la gestión sólo corresponde a los administradores que las ejercen con autonomía; o si la junta, como órgano que expresa la voluntad de los socios, ocupa un lugar jerárquico superior que le permite invadir el territorio natural de los administradores (como podría dar a entender el art. 161 LSC). El análisis de las desviaciones del régimen general, ya resulten de la ley o del ejercicio de la autonomía privada, desde un punto de vista práctico incide en la representación y en los deberes de los administradores e, incluso, en la responsabilidad.

Ambas columnas servirán de apoyo para alcanzar algunas *conclusiones* en las que avanzo mi posición crítica con el modelo adoptado en nuestro país. La oscuridad e, incluso, la misma incoherencia del Derecho español se deben a la falta de un criterio claro que dote de raciona-

<sup>4</sup> RONCERO, «La implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos en las sociedades cotizadas como opción de política jurídica», Fdez. Torres/Arias Varona/Martínez Rosado dirs., *Libro hom. C. Alonso Ledesma*, 2018, 743; FERNÁNDEZ DEL POZO, «Los problemas societarios y de gobierno corporativo del llamado «voto vacío» («empty voting»)», *RDM* n° 289, 2013, 153 y ss.

lidad interna al sistema. Pero también a un rasgo específico en el panorama comparado. Aunque se mantengan las formas básicas de sociedades de capital (anónima y de responsabilidad limitada), las diferencias se diluyen desde el momento en el que la mayor parte de las reglas se aplican a todas las sociedades de capital. Este planteamiento que propugna un único régimen para los diversos tipos falla, sobre todo, cuando se intenta responder a las exigencias que plantea la sociedad de capital de rasgos personalistas. El régimen de la forma societaria que se destina a estas (la sociedad de responsabilidad limitada) termina por resultar ineficiente, burocrático y alejado de las bases contractuales sobre las que se sustenta en otros países. Esas carencias podrían atenuarse si los socios adaptaran el modelo legal a sus necesidades concretas. Pero, de nuevo, tal solución se entorpece cuando la ley y su aplicación por el Registro Mercantil restringen el uso de la autonomía privada.

## 2. LAS COMPETENCIAS DE LOS ÓRGANOS DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL DESDE UN APUNTE HISTÓRICO-COMPARADO

a) La *historia de la sociedad anónima* en los últimos 150 años da clara muestra de **líneas convergentes en el Derecho comparado**.

En la segunda mitad del siglo XIX el modelo más extendido de sociedad anónima atribuye a la junta un lugar preferente, como órgano soberano en el que los propietarios expresan la voluntad de la sociedad y pueden impartir instrucciones a los administradores, ya sea con un carácter general o en relación con negocios concretos. El escenario cambia a principios del siglo XX, cuando se impone un reparto rígido de competencias. Atendiendo a la complejidad de la gestión de las grandes empresas y al absentismo e incompetencia de los socios, la mayor parte de los países refuerzan el poder de los gestores, para permitir establecer estructuras de gestión eficientes<sup>5</sup>. «(L)a complejidad de los procesos técnicos, comerciales y financieros en ellas implicados, requiere una coordinación, que solo una gestión profesionalizada puede proporcionar. Para desempeñarla son indispensables conocimientos técnicos, experiencia y una organización fuertemente cohesionada del grupo

<sup>5</sup> ESTEBAN VELASCO, *El poder de decisión*, 496; BOQUERA/LATORRE, «Distribución y conflictos de competencias en las sociedades anónimas no cotizadas», *Embid dir.*, *Las competencias de los órganos sociales en las sociedades de capital*, 2005, 33 y ss.; FLEISCHER, *Fest. Heldrich*, 610.

gerencial»<sup>6</sup>. Todo ello exige dotar a los administradores de una amplia libertad de criterio y un alto grado de autonomía<sup>7</sup>. La discrecionalidad de los administradores se compensa con un régimen de responsabilidad inderogable. Al mismo tiempo el poder de la junta se acota; los limitados conocimientos y aptitudes para la gestión de los accionistas conducen a que se excluya su injerencia<sup>8</sup>.

La consecuencia es que el debate sobre el gobierno de la sociedad anónima se centre en cómo controlar o supervisar el poder de los ejecutivos, un control que, en todo caso, se tiende a desechar que pueda ejercerse por los accionistas en la junta<sup>9</sup>.

Esta *asignación de competencias entre los órganos de la sociedad anónima difiere de lo que se prevé en la sociedad de responsabilidad limitada* (o en las formas societarias equivalentes que se prevén en cada ordenamiento). Como se sabe, a principios del siglo XX nace la sociedad de responsabilidad limitada para atender a las necesidades de permanencia y de limitación de responsabilidad de los socios en sociedades que tienen un reducido y cerrado número de socios, socios que, además, permanecen de forma estable. Las bases de la nueva forma societaria son contractuales y se caracteriza por su flexibilidad. Esa falta de rigidez también explica su aptitud para adecuarse a diversos tipos de empresas de la realidad (poliva-

<sup>6</sup> GONDRA, «El control del poder de los directivos de las grandes corporaciones», *RDM* n° 269, 2008, 879.

<sup>7</sup> ESTEBAN VELASCO, «Distribución de competencias entre Junta general y el Órgano de administración, en particular las facultades de la junta sobre activos esenciales», en Roncero, coord., *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, I, 2016, 29, 31.

<sup>8</sup> GONDRA, *RDM*, n° 269, 2008, 841 y ss., recuerda la cita de Adam Smith, Libro V de la *«Investigación en torno a la Naturaleza y las Causas de la Riqueza de las Naciones»* (1.776): *«La actividad de una sociedad por acciones es siempre dirigida por un consejo de directores. Es verdad que este consejo está a menudo sometido, en numerosos aspectos, al control de una junta general de propietarios»*; pero en las grandes empresas hay una falta de control, que es consecuencia del desinterés de los propietarios: *«la mayor parte de éstos rara vez pretenden comprender algo de los negocios de la compañía, y, en tanto el espíritu de facción no prevalece entre ellos, no crean problemas al respecto, sino que reciben satisfechos el dividendo semestral o anual que los directivos consideran apropiado abonarles. Esta ausencia total de problemas y riesgos, más allá de una suma muy limitada, anima a muchas personas, que nunca arriesgarían su fortuna en una sociedad de personas («copartners»), a convertirse en comerciantes «adventurers» en una compañía por acciones de capital conjunto. Estas compañías, por esto mismo, normalmente reúnen más capital del que podría jactarse cualquier sociedad de personas...»*.

<sup>9</sup> Para esta constante en la historia de la sociedad anónima v. GONDRA, *RDM*, n° 269, 2008, 844.

lencia funcional)<sup>10</sup>. En estas sociedades cerradas no se produce una estricta separación entre propiedad y control, que es lo que caracteriza a la sociedad anónima. Los socios se implican directamente en la gestión y, como consecuencia, los administradores ven limitada su capacidad de decidir con discrecionalidad. Son meros agentes o mandatarios de los socios (propietarios), el contenido de cuyas obligaciones viene prefigurado en el objeto social. Los socios disponen de un amplio poder para interferir en la gestión, sea mediante el ejercicio directo de estas facultades (si así lo prevén los estatutos) o a través del impulso a la toma de decisiones que se manifiesta en la impartición de instrucciones a los administradores.

b) El **Derecho alemán** representa con particular nitidez el modelo de una sociedad anónima pública con un reforzado poder de los administradores que, ya en la legislación de 1870 y en la reforma de 1884 tienen un amplio ámbito para decidir con autonomía. La tendencia institucional se acentúa en la ley de 1937, cuando se indica que la junta solo puede dar instrucciones a la dirección (*Vorstand*) a petición de esta. A los socios se les priva incluso del derecho a separar del cargo a los administradores salvo si concurre una causa que lo justifique<sup>11</sup>. El modelo no cambia con la reforma de 1965: los miembros de la dirección gestionan la sociedad bajo el principio de responsabilidad personal (§ 76 Abs.1 *AktG*), sin que el consejo de vigilancia o la junta puedan darles instrucciones. La intervención de los accionistas en asuntos de gestión solo procede si son requeridos por los administradores (§ 119 Abs. 2 *AktG*), lo que raramente sucede<sup>12</sup>. En definitiva, el régimen alemán refleja una división rígida de competencias entre los órganos, que se justifica en la necesidad de profesionalizar la gestión de la gran empresa<sup>13</sup>. El último rasgo general es que este régimen es imperativo, y solo admite desviaciones si la ley lo prevé expresamente (§ 23.5 *AktG*).

<sup>10</sup> GONDRA, «La sociedad de responsabilidad limitada en el marco de la reforma del Derecho de sociedades», AAVV, *¿Sociedad anónima o sociedad de responsabilidad limitada?*, Madrid 1992, 43; MASSAGUER, «La autonomía privada y la configuración del régimen jurídico de la sociedad de responsabilidad limitada», *RGD*, n° 603, 1994, 12966 y ss.

<sup>11</sup> ALFARO: <https://derechomercantilesana.blogspot.com/2017/11/la-revolucion-francesa-y-la-teoria-de.html>.

<sup>12</sup> FLEISCHER, *Fest. Heldrich*, 606; BAUMS, «The Organ Doctrine Origins, Developments and Actual Meaning in German Company Law», *Institute f. Law and Finance Working Paper Series N° 148/2016*, 7.

<sup>13</sup> Es imprescindible situar cualquier estudio sobre el modelo de gobierno corporativo de la sociedad anónima (alemana o de otro país) en su «contexto» histórico y político-económico v. GONDRA, «100 años de debate sobre el «gobierno corporativo»: la importancia del contexto», *RdS*, n° 52, 2018, 29 y ss.

Este poder exclusivo de los administradores en la sociedad anónima se matiza a finales del siglo XX, cuando la jurisprudencia atribuye a la junta competencias en negocios de disposición sobre activos de especial importancia. El Tribunal Supremo lo sostiene en una relevante decisión (caso Holzmüller, 1982)<sup>14</sup>, cuyo alcance limitarían ulteriores pronunciamientos, precisando los requisitos a los que se condiciona el ejercicio de esa competencia implícita de la junta<sup>15</sup>. La doctrina se justifica porque estos actos de disposición trascienden de la gestión ordinaria, ya que suponen decisiones estructurales de inversión, materia que permanece en la esfera de decisión de los accionistas.

La atribución en exclusiva a los administradores de la sociedad anónima de ciertas competencias difiere del régimen previsto para la sociedad de responsabilidad limitada (§ 45 *GmbHG*). Aquí el modelo es mucho más flexible, en contraste con la rigidez de la sociedad anónima y se caracteriza por lo que se calificó como un gobierno de los socios<sup>16</sup>. En efecto, los socios designan a los administradores y pueden cesarles en cualquier momento sin necesidad de alegar causa alguna para ello. Además, se les reconoce un amplio poder para decidir en cualquier ámbito, incluido el de la gestión de los negocios. Esa primacía de los socios refleja el «principio de soberanía de la junta».

El modelo es, por otro lado, mucho más flexible, admitiéndose una regulación estatutaria diferente de las relaciones internas en los estatutos<sup>17</sup>. El carácter dispositivo del régimen permite fijar en los estatutos cómo se distribuirán las competencias entre los órganos<sup>18</sup>, con el único

<sup>14</sup> FLEISCHER, *Fest. Heldrich*, 608 y s.; K. SCHMIDT, «La junta general en la Ley alemana de sociedades anónimas y en la reforma del Derecho de sociedades anónimas», en Rodríguez Artigas *et al* dirs., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, Madrid 2006, 27, 38 y ss.

<sup>15</sup> *Gelatine* 26.04.2004 AG, 2004, 384 (precisando las mayorías necesarias para los acuerdos de junta de segregación patrimonial) y *Macotron* 25.11.2003 BGHZ 153, 47=NJW, 2003, 1032 (exigiendo el acuerdo de Junta para un acuerdo de exclusión de cotización, sobre la base de los derechos individuales de los accionistas) (HABERSACK, «Mitwirkungsrechte der Aktionäre nach Macroton und Gelatine», AG, 2005, 137 y ss.; LIEBSCHER, «Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten im Lichte von Holzmüller, Macroton und Gelatine», ZGR, 2005, 1 y ss.; K. SCHMIDT, «La junta general», 41 y s.).

<sup>16</sup> BAUMS, «The Organ Doctrine Origins», 7; entre nosotros esta indicación en EMBID, *Las competencias de los órganos sociales en las sociedades de capital*, 25.

<sup>17</sup> HÜFFER, *GmbHG Grosskommentar*, II, 2006, § 45 Rdn. 13, principio que se califica como imperativo.

<sup>18</sup> De hecho, el § 37.1 *GmbHG* prevé la posibilidad de que los estatutos o los acuerdos de la junta limiten las facultades de los gestores (STEPHAN/TIEVES, *Münchener Kommentar GmbH-Gesetz*, 2012, § 37; LIEBSCHER, *Münchener Kommentar GmbH-Gesetz*, § 45 Rdn. 76 y ss.).

límite de unas pocas competencias que la ley asigna imperativamente a la junta o a los administradores. En este último contexto se sitúan las competencias referidas a las relaciones externas (representación de la sociedad), ejecución de acuerdos<sup>19</sup> y alguna otra que los socios nunca podrían atraer para sí (p. ej. rendición de cuentas) porque son esencialmente inherentes a las funciones que desempeñan los administradores. La flexibilidad del régimen permite adaptar la sociedad de responsabilidad limitada a las necesidades de los socios y a su interés en crear una sociedad con rasgos más personalistas o capitalistas<sup>20</sup>, aunque estadísticamente (un 70%) la más habitual forma es la sociedad de responsabilidad limitada personalista. En ejercicio de esa libertad para configurar estatutariamente la materia, los socios pueden optar por administrar o por un tipo con profesionalización en el que no todos los socios gestionan (§ 6.3 *GmbHG*), en cuyo caso deberán delimitar con cuidado la distribución de competencias de cada órgano, aclarando si los administradores actúan con un poder absoluto o si necesitan el consentimiento de los socios<sup>21</sup>.

La previsión de un régimen que se desvía del legal, en función del tipo real adoptado presupone la existencia de dos órganos (el de administración y la asamblea de socios), cuyas competencias se deben fijar. Siendo la asamblea el órgano de expresión de la voluntad de la sociedad<sup>22</sup>, la cuestión de la distribución del poder termina por incidir en la vinculación de los administradores a las instrucciones que reciben de los socios<sup>23</sup>.

Como regla general, los socios de la sociedad limitada dominan la sociedad y los administradores siempre dependen de la confianza de aquellos. El contrato de sociedad o, en su caso, la ley asignan a los socios los derechos de gestión y establecen el modo de ejercerlos (§ 45 *GmbHG*)<sup>24</sup>. La junta y los socios pueden imponer sus directrices a los administradores<sup>25</sup> o, en su caso, abocar para sí esa competencia<sup>26</sup>. Los administradores son mandatarios que imperativamente deben cumplir

<sup>19</sup> LIEBSCHER, *Münchener Kommentar GmbH-Gesetz*, § 45 Rdn. 87.

<sup>20</sup> LIEBSCHER, *Münchener Kommentar GmbH-Gesetz*, § 45 Rdn. 2.

<sup>21</sup> LIEBSCHER, *Münchener Kommentar GmbH-Gesetz*, § 45 Rdn. 19.

<sup>22</sup> FLEISCHER, *Münchener Kommentar GmbH-Gesetz*, § 43 Rdn. 78 y 81.

<sup>23</sup> FLEISCHER, *Münchener Kommentar GmbH-Gesetz*, 2012, § 43 Rdn. 73 y 74.

<sup>24</sup> HÜFFER, *GmbHG Grosskommentar*, II, § 45 Rdn. 5.

<sup>25</sup> HÜFFER, *GmbHG Grosskommentar*, II, § 45 Rdn. 15.

<sup>26</sup> HÜFFER, *GmbHG Grosskommentar*, II, § 45 Rdn. 17, advierte que la autonomía privada juga en sentido inverso, trasladando en estatutos competencias de la junta a los administradores.

las instrucciones de los socios<sup>27</sup>. Incluso se sostiene que, a falta de instrucciones explícitas, los administradores no son libres para decidir, pues estarían vinculados por la voluntad de los socios, que deben identificar si no la conocen<sup>28</sup>.

Si la junta es el órgano supremo que define el interés social, los administradores no deciden. La dependencia de los socios y de sus instrucciones determina la limitación del poder de decidir de los administradores. De hecho, solo se reconoce expresamente la *business judgement rule* en la ley de sociedades anónimas (§ 93.1 2ª frase *AktG*). La aplicación de esta regla a la sociedad de responsabilidad limitada se rechaza o solo se admite por analogía y con fuertes condicionamientos<sup>29</sup>.

c) El **Derecho italiano** no difiere significativamente del modelo alemán. En la sociedad anónima se prevé una esfera intocable de competencias de los administradores, que se refleja en el principio de que la gestión de la empresa corresponde en exclusiva a aquellos (art. 2380.bis cc it.). El régimen deja un margen escaso a la libertad estatutaria. Aunque la ley permite que los estatutos atribuyan el conocimiento de ciertas materias a los accionistas o exijan su autorización, esto debe ser compatible con la responsabilidad exclusiva de los administradores por los daños que causen con sus actos de gestión, dado que la última decisión recae en ellos (art. 2364.5 Cc it). Por tanto, las instrucciones de la junta sólo tendrían un carácter indicativo<sup>30</sup>. Ahora bien, la junta es competente para ejecutar operaciones que comportan el cambio sustancial del objeto social o una modificación relevante de los derechos del socio (art. 2479.5 Cc it).

El *régimen de la sociedad de responsabilidad limitada difiere mucho* del expuesto. A partir de la reforma de 2004 se acentúa su separación respecto de la sociedad anónima. Frente a un modelo originario que se correspondía al de una pequeña sociedad anónima, desde esa fecha la sociedad de responsabilidad limitada se puede configurar en estatutos

<sup>27</sup> BAUMS, «The Organ Doctrine Origins»; FLEISCHER, *Münchener Kommentar GmbH-Gesetz*, § 43 Rdn. 72.

<sup>28</sup> FLEISCHER, *Münchener Kommentar GmbH-Gesetz*, § 43 Rdn 73 y 74.

<sup>29</sup> K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, 2. Aufl 1991, par 36.II.4.a.; JUNGSMANN, «Die Business Judgeent Rule – ein Institut des allgemein Verbandsrecht?», *Fest. K. Schmidt*, 2009, 831;

<sup>30</sup> Autorizadamente se advierte que mientras el voto positivo de la junta no es imperativo, el voto negativo actúa como veto (PORTALE, «Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione», *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 2, 5, 23 y ss.; ANUNZIATA, «¿Cuál es el papel de los accionistas tras la reforma del Derecho italiano de Sociedades», en Rodríguez Artigas, *La junta general de las sociedades de capital*, 2009, 87, 90 y s.).

como una sociedad personalista con limitación de responsabilidad. La junta ya no es un órgano necesario para que los socios tomen decisiones (como sí lo es en la sociedad anónima). Además, el contrato de sociedad determina el grado en el que los socios decidirán en asunto de gestión con sus instrucciones. En fin, cualquier administrador o socios titulares de un tercio del capital podrían forzar a que un asunto se someta a la aprobación de la junta (art. 2475.1 Cc it)<sup>31</sup>.

En este modelo flexible no hay una competencia exclusiva de los administradores en asuntos de gestión. La cuestión se resuelve conforme a lo que establezcan los estatutos, aunque la ley prima la posición de los socios y no solo no reconoce un ámbito de decisión exclusivo a los administradores, sino que, incluso, permite prescindir de estos y atribuir la gestión a los socios<sup>32</sup>. Si los socios deciden o autorizan actos que perjudican a la sociedad, responden conjuntamente con los administradores de los daños causados.

Este régimen ha cambiado recientemente con ocasión de la ley que aprobó el «código de la crisis» y que también modificó normas del código civil en materia de sociedades. En el último caso la entrada en vigor de la ley se produjo el 16 de marzo de 2019. La reforma traslada a la sociedad de responsabilidad limitada la regla por la que la gestión de la empresa corresponde exclusivamente a los administradores (art. 2380-bis Cc). No obstante, el cambio no es fácilmente compatible con otras normas que siguen en vigor, como la que permite a los administradores consultar a los socios o legitima a los socios que son titulares de un tercio del capital a condicionar la eficacia de determinados acuerdos a su autorización (art. 2479 Cc)<sup>33</sup>. La necesidad de hallar una respuesta a esta contradicción está atrayendo a los autores, pero aún es pronto para saber en qué sentido se resolverá.

d) La sociedad anónima en **Francia** responde, también, a un modelo que en sus orígenes considera a los administradores como mandata-

<sup>31</sup> Decía la norma que los accionistas «*decidirán sobre todos aquellos asuntos que los estatutos sociales les hayan reservado, así como sobre las materias que los administradores o los accionistas que representen al menos un tercio de la sociedad sometan a su aprobación*», por lo tanto los estatutos puede establecer los contenidos y extensión de la intervención de los accionistas en la adopción de cualquier decisión. Además los administradores o accionistas titulares de un tercio pueden en cualquier momento reclamar que un asunto se decida en junta mediante su *aprobación o autorización*.

<sup>32</sup> Para el debate que genera esta posibilidad v. CATANIA, *Nomina, cessazione e sostituzione degli amministratori di società a responsabilità limitata*, 2017, 29 y ss.

rios de los socios y los somete a su poder de decisión a través de instrucciones<sup>34</sup>. No obstante, se produce un progresivo proceso de institucionalización que tiende a asignar a cada órgano un poder exclusivo y excluyente<sup>35</sup>. Así se reconoce en varias decisiones de los tribunales, que prohíben a la junta invadir las competencias del consejo<sup>36</sup>. Sin embargo, el régimen sigue presidido por un principio de libre revocabilidad de los administradores en el que no se necesita alegar justa causa o motivo para la separación (*ad nutum*) (Ccom L 225-18) y en el que se reserva a la junta la competencia para vender el fondo de comercio<sup>37</sup>.

También la sociedad de responsabilidad limitada viene presidida por la revocabilidad *ad nutum* del gerente o los gerentes que resulta del acuerdo mayoritario ordinario de la asamblea, si bien esa mayoría puede reforzarse (Ccom art. L 223-25 párr. 1)<sup>38</sup>. En todo caso, los estatutos fijarán las competencias de gestión del gerente y su relación con los socios (Ccom art. L. 223-18 párr. 4 que remite al art. L. 221-4), sin que esta previsión pueda afectar a la representación. A falta de indicación estatutaria, el gerente tomará cualquier decisión en interés de la sociedad, respetando las competencias de la junta.

La recentísima LOI n° 2019-486, de 22 de mayo de 2019, «*relative à la croissance et la transformation des entreprises*», aunque no se ocupa de la distribución de competencias entre los órganos de la sociedad anónima o de la sociedad de responsabilidad limitada, establece una cláusula general sobre la gestión de todas las sociedades (en el art. 1883 del *code civil*) según la cual «*La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité*». El alcance de esta clara opción por el institucionalismo, no es fácil de predecir, aunque sí cabe aventurar que pueda incrementar los poderes de los gestores y su facultad de decidir con dis-

<sup>33</sup> Art. 2479.1 Cc: «*I soci decidono sulle materie riservate alla loro competenza dall'atto costitutivo, nonché sugli argomenti che uno o più amministratori o tanti soci che rappresentano almeno un terzo del capitale sociale sottopongono alla loro approvazione.*»

<sup>34</sup> BAUMS, «The Organ Doctrine Origins», 4; COOLS, *ECFR*, 2/2014, 262.

<sup>35</sup> Arrêt Cour Cass. 4.6.1946 (COZIAN/VIANDIER/DEBOISSY, *Droit des sociétés*, 24 ed., 2011, 331).

<sup>36</sup> P. Ej. el acuerdo de junta de anular el otorgamiento de un complemento de la pensión de jubilación a un antiguo directivo, si el Consejo tomó la decisión correctamente (Cass. Com. 22.1.1991, *Rev. Soc.* 1992, 61); también se considera incompetente a la junta para pronunciarse sobre un acuerdo del consejo (Cass. Com 18.5.1982, *Rev. Soc.* 1983, 71) ( COZIAN/VIANDIER/DEBOISSY, *Droit des sociétés*, 337.

<sup>37</sup> COZIAN/VIANDIER/DEBOISSY, *Droit des sociétés*, 294.

<sup>38</sup> COZIAN/VIANDIER/DEBOISSY, *Droit des sociétés*, 541.

crecionalidad, limitando la posibilidad de que los socios enjuicien sus decisiones.

e) En las *public corporations* de los EEUU la tónica general muestra un modelo en el que el poder del consejo de administración (*board of directors*) e, incluso, de los directivos es intenso, lo que limita el de los socios y casi lo excluye del todo en el ámbito de la gestión. Se basa en que los *directors* se encuentran en mejor posición para administrar la empresa por razón de su información y profesionalización. La necesaria especialización en la gestión justifica incluso que se delegue en un grupo selecto de *managers*, lo que deja para el *board* funciones de supervisión y control. La distinción entre el poder de los administradores y el de los accionistas se realiza en función de sus aptitudes: las decisiones de negocio son frecuentes y requieren la urgencia por lo que deben atribuirse a los administradores, especialmente capacitados para ello; solo las decisiones estructurales, de control de la corporación, que se sitúan en el ámbito de la inversión, corresponden a los accionistas<sup>39</sup>. Sin embargo, esa distinción entre las decisiones de negocio y las estructurales o de inversión no siempre es fácil de delinear. Basta con constatar que la fijación del capital de la corporación normalmente se consideraba de mera gestión. Y la discusión permanece, como refleja el renacimiento, a principios del presente siglo, de opciones de política-jurídica y propuestas doctrinales que reclaman el reforzamiento del poder la junta y de los accionistas<sup>40</sup>. No obstante, el riguroso modelo de

<sup>39</sup> EISENBERG, «The legal Roles of Shareholders and Managers in Corporate Decisionmaking», 57, *Cal.L.Rev.* 1, 10 y ss., 59 y ss. (1969); COOLS, *ECFR* 2/2014, 268 y s.

<sup>40</sup> BEBCHUK, «The Case for Increasing Shareholder Power», (2005) *Harv. L. Rev.* Vol. 118, 833 y ss., <http://ssrn.com/abstract=387940>; BEBCHUK, «The Myth of the Shareholder Franchise», (2007) <http://ssrn.com/abstract=952078>. Sus tesis se discuten bien sea con un carácter general y elogiando el modelo americano que limita el poder de los socios (BAINBRIDGE, «Directors Primacy and Shareholder Disempowerment», 2006, *Harv. L. Rev.* 119, 1735 y ss.) o bien al hilo del creciente activismo de los inversores institucionales y de las medidas «oportunistas» que estos impulsan para satisfacer sus intereses particulares (BAINDRIDGE, «Shareholders and Institutional Investors», University of California, Los Angeles School of Law, Law & Economics Research Paper Series Research Papers N° 05-20 <http://ssrn.com/abstract=796227>) o bien alegando los beneficios para los intereses de los accionistas que resultan de un modelo de *strong board control* que permite a los *directors* tutelar (tesis parteralista) a los accionistas o bien, simplemente, como un instrumento permite emprender proyectos que requieren inversiones a largo plazo, origen, precisamente, de las grandes *public corporations* (STOUT, «The Mythical Benefits of Shareholder Control», UCLA School of Law *Law & Economics Research Paper Series Research Paper No. 06-19* <http://ssrn.com/abstract=929530>). En todo caso, las propuestas de Bebchuk no llegaron a tener una significativa repercusión práctica.

*directors primacy*<sup>41</sup> prevalece. En realidad, dichas propuestas únicamente piden el acuerdo de la junta para operaciones de particular relieve (fusiones o ventas de empresas, en la *Model Business Corporation Act* de 2002), sin cuestionarse la autonomía de los ejecutivos en la mayoría de las decisiones de gestión de la empresa e, incluso, de organización de la sociedad.

En definitiva, aunque el objetivo de la gestión sea maximizar los intereses de los accionistas, se sigue reconociendo a los ejecutivos un amplio poder para integrar, modular y equilibrar los intereses concurrentes, lo que les protege (les debe proteger) de la influencia particular de algunos de los socios<sup>42</sup>. La regla de la discrecionalidad en la gestión de la empresa (*business judgement rule*) cobra sentido en este marco en el que los ejecutivos disponen de un ámbito muy amplio para decidir y componer esos intereses con independencia.

Esa estricta y rigurosa división de poderes y el ámbito inexpugnable que se asigna a los *directors* no se ajusta a las necesidades de las *private corporations*. En ellas los socios se implican en formar la voluntad social y consideran a los gestores como sus agentes, al reservar en numerosos casos un derecho de veto<sup>43</sup>. Dado que esto contradice un principio básico del *corporate law* (el de una gestión centralizada e independiente), varios estados modificaron su legislación para permitir que los *articles* previeran un desempeño directo de la gestión por los socios o por pactos de estos, en los que diseñaran la administración de la sociedad<sup>44</sup>.

En todo caso, el modelo general de la sociedad abierta no se aplica a la sociedad cerrada incorporada (*limited liability company*) ni a las sociedades personalistas con limitación de responsabilidad (*limited liability partnership*), figuras de creciente importancia desde finales del siglo pasado en varios estados de la unión (y en el Reino Unido), que se

<sup>41</sup> HANSMANN/KRAAKMAN, «The End of History for Corporate Law», 2000, [http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=204528](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=204528).

<sup>42</sup> STOUT, «The Mythical Benefits of Shareholder Control», 5 cita a ANABTAWI, «Some Skepticism About Increasing Shareholder Power», 53 U.C.L.A. L. Rev. 561 (2006), refiriéndose a un conflicto en el que un *hedge fund* presionó como accionista en favor de propuestas contrarias al interés de la sociedad: «*investor (...) takes a position in a stock and uses his voting power to push for business strategies that increase the value of another security the investor also holds*».

<sup>43</sup> CLARK, *Corporate Law*, 762.

<sup>44</sup> CLARK, *Corporate Law*, 781 y 782, refiriéndose a la legislación de New York, Minnesota (sobre los pactos de socios sobre gestión) o Delaware donde la fijación en los *articles* de limitaciones a la libre decisión de los *directors* y la imposición de medidas de gestión, lleva a una responsabilidad del socio por la eventual violación del deber de lealtad, como si de un administrador de hecho se tratase.

caracterizan por su flexibilidad. En ellas los socios (*partners*) participan en la gestión, lo que las acerca claramente a la sociedad de responsabilidad limitada de rasgos personalistas extendida en el Derecho europeo continental.

f) También en el **Reino Unido** hay diferencias en el régimen de la *public* y de la *private company*, aunque con carácter general la cuestión se resuelve conforme a lo que establezcan los estatutos (*Articles of association*), ya sea porque consten en las normas fundacionales o resulten de una modificación estatutaria (en cuyo caso se requiere una *special resolution* de la junta general). En este caso los socios fijan la regla aplicable a la división de poderes entre los órganos<sup>45</sup>. No obstante, no se considera una «opción saludable» que en la *public company* los poderes de gestión se atribuyan a la junta<sup>46</sup>. De hecho, la libertad estatutaria preferentemente se invoca para permitir la delegación de funciones del *board* en el grupo más reducido de ejecutivos (*managers*)<sup>47</sup>.

En defecto de una previsión estatutaria, durante el Siglo XIX se suponía que en las sociedades públicas existía una relación de mandato por la que los *directors* eran *agents* de la sociedad, sometidos al control de la junta. Los socios podían impartir instrucciones vinculantes mediante un acuerdo del *shareholders meeting*<sup>48</sup>. El planteamiento cambia a principios del siglo XX: las decisiones de gestión se distribuyen reconociéndose a los administradores un ámbito de poder exclusivo.

<sup>45</sup> GOWER/DAVIES, *Principles of Modern Company Law*, 8th. Ed., 2008, 366 y 369, citando *Automatic Self-Cleansing filter Syndicate Co v. Cuninghame* (1906) 2 ch 43. CA; FLEISCHER, *Fest. Heldrich*, 599 citando *Isle of Wright Railway v. Tahourdin*, 1883, 25 Ch. D. 320, 329: «A company is an entity alike from its shareholders and its directors. Some of its power may, according to its articles, be exercised by directors, certain other powers may be reserved for the shareholders in general meeting. ... The only way in which the general body of the shareholders can control the exercise of the powers vested the articles, by refusing to re-elect the directors of whose actions they disapproved. They cannot themselves usurp the powers which by the articles are vested in the directors any more than the directors can usurp the powers vested by the articles in the general body of shareholders»).

<sup>46</sup> GOWER/DAVIES, *Principles of Modern Company Law*, 7th ed., 306: «It is not clear whether the enhancement of the status of directors vis-à-vis the general meeting is **wholly salutary**. Where the company is a public one it probably is, since management cannot be undertaken by a vast body of small shareholders and will not be undertaken by large institutional investors»; FLEISCHER, *Fest. Heldrich*, 603 y 604.

<sup>47</sup> GOWER/DAVIES, *Principles of Modern Company Law*, 367.

<sup>48</sup> «The members of any company had a power to interfere with the directors, just as principle could revoke the authority given to his agent» (SEALY, *Cambridge L. J.* 1989, 26, 27, cit. en FLEISCHER, *Fest. Heldrich*, 599); FARRAR'S *Company Law*, 3d. ed., 1991, 317; GOWER/DAVIES, *Principles of Modern Company Law*, 369).

Varias decisiones de los tribunales declaran nulos los acuerdos de junta de instruir a los administradores sobre la distribución de dividendos a cuenta o la concesión de préstamos<sup>49</sup>. El reconocimiento a los administradores de esa autonomía constituye un instrumento que asegura una gestión eficiente y permite defender los múltiples intereses de las distintas clases de accionistas, excluyendo la intromisión de la junta en la gestión de asuntos, que son de competencia de los administradores<sup>50</sup>. Esto no se opondría al reconocimiento a la junta del poder para cesar a los administradores.

En el régimen de las sociedades cotizadas (sec. 10.37 de las *Listing Rules*) se impone también el acuerdo preventivo de la junta (por autorización o veto) para las operaciones susceptibles de producir un impacto relevante en la actividad de la sociedad.

En contraposición con lo previsto para las *public companies*, en las *private companies*, aunque cabe descargar a los administradores de sus funciones de gestión, los socios juegan un importante papel. Es habitual que en las *companies* de base personalista (*quasipartnership companies*) se opte por un modelo, que atribuye a los socios amplias competencia de gestión. Los socios (al menos los más importantes) son administradores o les instruyen sobre sus intereses. De hecho no solo se espera que la gestión se desempeñe en defensa de esos intereses, sino que los socios pueden influir en cómo proceder<sup>51</sup>.

g) A modo de **conclusión preliminar** se pueden percibir en el Derecho comparado líneas convergentes que muestran la ausencia de

<sup>49</sup> GOWER/DAVIES, *Principles of Modern Company Law*, 370 y s. con referencia a *Scott V. Scott* [1943] All. E. R. 582 cuando dicha competencia había sido atribuida a los directores; mientras no se modificaran los *Articles* para atribuírselos a la junta, esta no podía tomar decisión alguna al respecto (GOWER/DAVIES, *Principles of Modern Company Law*, 371; FLEISCHER, *Fest. Heldrich*, 603 advierte que la mayoría de los autores rechaza ampliar el poder de la junta (en esa línea que proponía Bebchuk) por razones de seguridad jurídica y para proteger la confianza en los administradores, ya que, al reservarles una esfera de decisión propia y liberada de toda influencia, se garantiza a los accionistas minoritarios que los administradores actuarán en defensa de la sociedad y del conjunto de los intereses confluyentes sin verse determinados en sus decisiones por el interés particular del socio mayoritario.

<sup>50</sup> El *leading case* en la jurisprudencia británica es *John Shaw & Sons v. Peter Shaw* [1935] 2 K. B. 113, 134 (FARRAR's *Company Law*, 365; FLEISCHER, *Fest. Heldrich*, 599, advirtiendo que esta decisión lleva a considerar nulos los acuerdos de la junta de pagar dividendos a cuenta o conceder préstamos, dado que estas eran competencias son de los administradores; también por la invalidez de las instrucciones dadas a los administradores *RE Coachman Tavern* [1985] 2, NZLR 635.

<sup>51</sup> GOWER/DAVIES, *Principles of Modern Company Law*, 14-2, p. 367.

un modelo único en relación con la distribución de competencias entre los órganos de todas las sociedades de capital. El régimen es distinto en función de la forma de sociedad (anónima o limitada) y del tipo (cotizada o cerrada con personificación más o menos intensa). Las respuestas que ofrece el legislador también cambia en relación con la capacidad de fijar en estatutos o el reparto de competencias entre los órganos, sin que se pueda identificar un criterio único, ni una racionalidad en cada modelo.

En las sociedades abiertas la formación especializada de los administradores y su información, la apatía de los accionistas y los déficits del funcionamiento corporativo de la asamblea (basada en una decisión plebiscitaria en la que el *enforcement* contra los abusos opera mediante la impugnación de acuerdos, lo que es poco eficaz) llevan a un modelo que reclama autonomía de los gestores. El modelo elegido se explica, así, tanto en razones de eficacia en la gestión de la empresa y la organización de la sociedad, como por la necesidad de asegurar la función asignadas a los administradores de modulación de los intereses plurales y no homogéneos de los diversos tipos de accionistas. Aunque no se discuta que el fin de la gestión sea maximizar el valor de la sociedad, los administradores están facultados para mediar y concretar la forma en que se realiza ese interés de los socios<sup>52</sup>. Esto obliga a que adopten sus decisiones con independencia y libertad de criterio, dentro del marco de facultades que les reconoce la ley. Todo ello conduce a una concepción, más procesal que sustantiva, del interés social, en la que aquellos cumplen una

<sup>52</sup> No entro en el problema real de la gestión en las sociedades anónimas abiertas, cuestión que se suscita en el ámbito interno del *board* a través de las reglas de composición y funcionamiento. De un lado porque la misma composición plural del consejo (p. ej. con la presencia de consejeros independientes o dominicales) trata de hacer presente esos intereses plurales (ESTEBAN VELASCO, «Buen gobierno, fin/interés social y responsabilidad social corporativa. Hacia un modelo de gobierno socialmente responsable», en Roncero coord., *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*», 2019, 969, 1007). De otro, porque la gestión cada vez reside menos en los administradores, quienes desarrollan (directamente o a través de comisiones internas) funciones de mero control y supervisión, porque la gestión se desempeña por *managers* en pocas ocasiones vinculados por una relación orgánica con la sociedad (ALONSO UREBA, «Las comisiones especializadas de supervisión y control en el modelo de consejo de administración de la sociedad cotizada», en Roncero coord., *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, I, 2019, 905 y ss.). En tal caso, el deber de independencia de los consejeros no ejecutivos (independientes o dominicales) se plantea respecto de estas funciones que la ley les asigna (art. 529 *quaterdecies* 3 y 529 *quindecies* 2 LSC).

decisiva función de integración de los intereses heterogéneos de los socios<sup>53</sup>.

Pero la actividad de la sociedad anónima pública también tiene efectos externos e incide en *stakeholders*, lo que los administradores no dejan de invocar cuando toman sus decisiones. La idea remonta al viejo debate sobre qué es el interés social<sup>54</sup>. La necesidad de atender a intereses ajenos a los de los accionistas es clara en la regulación de las entidades financieras. Estas actúan como un límite externo a los deberes de los administradores en consideración a sus efectos sistémicos. Pero esto no solo sucede en dicho caso<sup>55</sup>, aunque este no sea el momento adecuado para adentrarse en el asunto.

Sin embargo, las sociedades cerradas con un número reducido de socios y con rasgos personalistas reclaman una estructura más flexibilidad y que la autonomía privada pueda fijar la estructura orgánica con coordinación y jerarquía de órganos y competencias. Los socios se ocupan naturalmente de dirigir la empresa o, si la gestión se asigna a terceros, tienen un interés en controlarla<sup>56</sup>. Así lo refleja el régimen de la forma societaria

<sup>53</sup> Para un concepto de interés de la empresa procedimental determinado a través de las reglas de organización, en particular las que asignan competencias a los órganos y establecen cómo se adoptan sus decisiones v. ESTEBAN VELASCO, *El poder de decisión en la sociedad anónima*, 588 y ss., quien señalaba que el interés de la empresa es «*resultado de la confrontación de los distintos intereses parciales establecido en el marco de un determinado procedimiento para su obtención y realización. El interés de la empresa... (n) o está predeterminado, sino que está encomendada su determinación a los miembros de los órganos. Sólo está predeterminado el marco externo que tiene que ser respetado por los órganos e la fijación del interés de la empresa a través de su política empresarial*» a través del «*conjunto de disposición que el ordenamiento ha previsto para la formación de la voluntad social*» (p. 591 y s.). En la misma línea, EMBID/DEL VAL, *La responsabilidad social corporativa*, 59; PAZ-ARES, «*Identidad y diferencia del consejero dominical*», en *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital*. Liber amicorum Rodríguez Artigas/Esteban Velasco, II, 2017, 39, 101, advierte que «*la función de intermediación o enlace es esencial para facilitar la protección de inversiones a largo plazo de ciertos accionistas, que están en una posición muy vulnerable por carecer normalmente de la suficiente liquidez y diversificación de riesgos*». Respecto de la naturaleza procesal del interés social, en la que las instrucciones que reciba un consejero (por supuesto el dominical, pero esto es aplicable a todos) no pueden ser vinculantes v. últimamente ESTEBAN VELASCO, «*Buen gobierno, fin/interés social y responsabilidad social*», 1009.

<sup>54</sup> Así, el concepto de interés social no afecta únicamente al interés que se debe defender; también a quién y con arreglo a qué reglas se concreta la defensa de ese interés social, o sea, al gobierno corporativo (GONDRA, *RdS*, 2018, n° 52).

<sup>55</sup> DAVIES, «*Shareholder in the United Kingdom*», *Law Working Paper ECGI*, n° 280/2015, 1, 24.

<sup>56</sup> PAZ-ARES/ALFARO, *Manual de Derecho de sociedades* (no publicado): «*en la sociedad cerrada no hay separación entre propiedad y control. Los que aportan el capi-*

destinada a servir de cauce para este tipo de empresas: la sociedad de responsabilidad limitada o la *closed company*<sup>57</sup>. Aquí la especialización en la gestión es menor y no es necesario asignar a los gestores poderes de decisión inderogables, porque la gestión hace valer la voluntad de unos socios con intereses homogéneos y fáciles de identificar por los administradores a través de las instrucciones que les imparten o deben identificar, y que les vinculan respecto de la forma de desarrollar la gestión<sup>58</sup>.

### 3. NUEVAS TENDENCIAS RESPECTO A LA DISTRIBUCIÓN DEL PODER EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA COTIZADA AL HILO DEL «ACTIVISMO» DE CIERTOS INVERSORES INSTITUCIONALES

En los últimos tiempos la discusión sobre la distribución del poder en las sociedades cotizadas renace con ocasión de las propuestas dirigidas a fomentar el activismo accionarial<sup>59</sup> y, sobre todo, el de los inversores institucionales. Sin embargo, también se recela ante la actitud de algunos fondos de inversión que desmienten la idea de que su voluntad se exprese solo comprando o vendiendo acciones (*Wall Street Rule*). Sobre todo preocupa el activismo de los fondos de capital riesgo y otros inversores no regulados (*hedge funds, private equity*) dada su capacidad para influir en la gestión y que esta influencia venga dirigida a rentabilizar la inversión a corto plazo<sup>60</sup>.

*tal –los socios– son, normalmente, los que controlan la gestión de la empresa, bien directamente porque ellos son los ejecutivos, bien indirectamente».*

<sup>57</sup> Sin embargo, en contra de la idea de que en la sociedad abierta el problema del interés social se deba resolver con bases conceptuales diferentes a la sociedad cerrada v. ALCALÁ, «El interés social en la sociedad anónima cotizada», en *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro homenaje a C. Alonso*, 2018, 39, esp. 55 y ss., que rechazaba la concepción institucionalista de la sociedad cotizada de SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa», en Rodríguez Artigas *et al* (dirs.), *Derecho de las sociedades anónimas cotizadas*, 2006, 851 y ss.

<sup>58</sup> FLEISCHER, *Münch. Kommentar GmbH-Gesetz*, § 43 Rdn. 73 y 74.

<sup>59</sup> V. *Supra* nt. 40.

<sup>60</sup> CIAN, «Alternative investment funds controlling a company and company law», *RdS*, nº 52, 2018, 107. Para el entorno operativo y los problemas de los *hedge funds* desde el gobierno corporativo SPINDLER/SCHMITT, *Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive*, 2008, 128 y ss.; HERRERO, «El activismo accionarial de las entidades de capital-riesgo», *La Ley Digital* 7674/2019. Desde la perspectiva del ejercicio del voto y del gobierno corporativo FERNÁNDEZ TORRES, *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, 2017, 142 y ss.; GARCÍA MARTÍNEZ, *Nuevas*

El Derecho europeo revela estos signos contradictorios. En 2012 el Plan de Acción de la Comisión Europea<sup>61</sup> trataba de favorecer un gobierno de las sociedades cotizadas que facilitase los rendimientos a largo plazo en un modelo sostenible<sup>62</sup>. En esa dirección la Directiva UE 2017/828, sobre ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, fijó entre sus objetivos el fomento de la participación de las Instituciones de Inversión Colectiva y la supresión de los obstáculos al ejercicio de los derechos políticos<sup>63</sup>, así como el control y la transparencia en la remuneración de los administradores, temas todos que inciden en el gobierno corporativo<sup>64</sup>.

Se pensaba que el activismo de las Instituciones de Inversión Colectiva ayudaría a la mejora del gobierno de las sociedades, limitando el poder de los ejecutivos y facilitando el control de los riesgos en los que pueda incurrir. Pero quizá podría cuestionarse si el objetivo de la Direc-

*formas de ejercicio del voto. La ruptura del binomio riesgo-poder en sociedades cotizadas*, 2018, 82 y ss. Problemas similares plantea la divergencia entre propietarios «formales» (*record owners*, que son a menudo *asset managers*) y «beneficial owners», si la cadena de intermediarios que vincula a los segundos con la persona inscrita es muy larga, ello puede promover estrategias pasivas y orientadas a un plazo muy breve dificultando el desarrollo de políticas eficaces de participación (GILSON/GORDON, «The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights», [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2206391](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2206391)).

<sup>61</sup> *Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo –un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas*, presentado por la CE el 12.12.2012.

<sup>62</sup> ESTEBAN VELASCO, «Buen gobierno, fin/interés social y responsabilidad social», 976 y 1009 y ss.

<sup>63</sup> Es ilustrativa el Considerando 15 de la Directiva: «*Los inversores institucionales y los gestores de activos son con frecuencia importantes accionistas de las sociedades cotizadas en la Unión y pueden, por lo tanto, desempeñar un papel destacado en el gobierno corporativo de esas sociedades, y también, de forma más general, en lo que se refiere a su estrategia y rendimiento a largo plazo. Ahora bien, la experiencia de los últimos años ha puesto de manifiesto que los inversores institucionales y los gestores de activos no suelen implicarse en las sociedades en las que tienen acciones, y se ha demostrado que a menudo los mercados de capitales ejercen presión sobre las sociedades para que obtengan resultados a corto plazo, lo que puede poner en riesgo el rendimiento financiero y no financiero de las sociedades y conducir, entre otras consecuencias negativas, a un nivel de inversión que diste de ser óptimo, por ejemplo en investigación y desarrollo, en detrimento del rendimiento a largo plazo tanto de las sociedades como de los inversores. de los inversores*».

<sup>64</sup> RONCERO, «La implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos en las sociedades cotizadas como opción de política jurídica», 744; QUIJANO, «La nueva directiva de 2017 sobre implicación de los accionistas», *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro Homenaje a C. Alonso*, 2018, 713, 716.

tiva realmente era mejorar la gestión de la sociedad o atender a la internacionalización de unos mercados financieros, cuyos principales agentes (los fondos de inversión) juegan un papel cada vez mayor y pretenden imponer modelos de gobierno homologables, con independencia del Derecho aplicable a la sociedad<sup>65</sup>.

Por otro lado, los Fondos e Inversoras no regulados promueven decisiones adoptadas con un horizonte de rendimiento a corto plazo. En este sentido, el fomento de una gestión de las sociedades cotizadas a largo plazo contradice la estrategia de estos inversores. Su objetivo es incrementar el valor de su participación y obtener el rendimiento esperado mediante la venta de la sociedad en cuanto alcanza el precio calculado<sup>66</sup> o excluyendo a la sociedad de cotización, para llevar a cabo una reestructuración de la sociedad<sup>67</sup>.

En las sociedades con fuerte participación de *hedge funds* y *private equity* abundan las pruebas de los recortes en inversiones a largo plazo y en I+D<sup>68</sup>. Los mismos sistemas de retribución de los ejecutivos se fijan para periodos temporales que coinciden con el de la inversión calculada<sup>69</sup>. Aunque sea limitada la capacidad individual de influir de estos

<sup>65</sup> DAVIES, «Shareholder in the United Kingdom», *Law Working Paper ECGI*, 4; LEÓN, «La reforma del Derecho europeo de sociedades cotizadas», 137 y ss.; CIAN, «Shareholder rights and governance efficiency: the Italian experience in a European comparative perspective», *RdS*, n° 48, 2016, 152 y ss.

<sup>66</sup> Frente a la actitud pasiva que seguían los inversores institucionales tradicionales (de mera respuesta a decisiones de gestión no previstas o calculadas al invertir), los fondos de inversión libres desarrollan políticas ofensivas y «ruidosas» intentando cambiar el modelo de negocio de las sociedades con bajos (DAVIES, «Shareholder in the United Kingdom», *Law Working Paper ECGI*, n° 280/2015, 2 y 21; RONCERO, «La implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos», 754; ALCALÁ, «El interés social en la sociedad anónima cotizada», 65; HERRERO, «El activismo accionarial de las entidades de capital-riesgo», *La Ley Digital* 7674/2019, 2). Para una visión positiva de este activismo, que pretenden promover, GILSON/GORDON, est. cit.

<sup>67</sup> HERRERO, «El activismo accionarial de las entidades de capital-riesgo», *La Ley Digital* 7674/2019, 3.

<sup>68</sup> Pero no siempre los inversores se inclinan por políticas cortoplacistas (FERNÁNDEZ TORRES, *Las loyalty shares*, 139). La literatura que cuestiona los inconvenientes del cortoplacismo en la gestión de las sociedades cotizadas es amplia (p. ej., HOPT, «Corporate Governance in Europe a Critical Review on the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance», *ECGI, Law Working Paper* n° 296/2015, 26; entre nosotros RONCERO, «La implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos», 759; HERRERO, «El activismo accionarial de las entidades de capital-riesgo», *La Ley Digital* 7674/2019; NAVARRO LÉRIDA, «El fomento de la visión a largo plazo en las inversiones», en *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro hom. A. Carmen Alonso Ledesma*, 2018, 623, 627 y ss.).

<sup>69</sup> LEÓN, «La reforma del sistema financiero. Una valoración crítica», *AFDUAM*, 2019, en prensa, señala que los fondos de inversión promueven sistemas de remunera-

inversores, su actuación en la junta se coordina a menudo con la de otros inversores institucionales o viene inspirada por *proxy advisors*, abriendo el camino a su calificación como una actuación paralela en las normas de la transparencia, en el Derecho de la competencia<sup>70</sup> o a calificar ese activismo colaborativo como una actuación en concierto a efectos de la obligación de presentar una OPA<sup>71</sup>. Todo ello explica los intentos por limitar el ejercicio por los inversores institucionales de sus derechos como accionistas o la restricción a las modificaciones en los sistemas de gobierno corporativo<sup>72</sup>.

Cuando se escriben estos párrafos el Ministerio de Economía ha dado a conocer un Anteproyecto de Ley de incorporación de la Directiva, cuya exposición de motivos expresa ese rechazo político hacia estrategias empresariales a corto plazo tanto desde la perspectiva de una gestión que garantice la permanencia y adaptación al mercado, como por su desconsideración hacia intereses ajenos a los de los accionistas o, incluso, por sus efectos sobre la economía<sup>73</sup>.

ción variable de ejecutivos y directivos con los que tratan de maximizar el valor de su participación en el capital en el plazo de tiempo calculado para su permanencia en la sociedad.

<sup>70</sup> Para los problemas del activismo de las instituciones de inversión colectiva desde el Derecho *anti trust* RONCERO, «La implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos», 755.

<sup>71</sup> La cuestión fue objeto en 2013 de un *statement* de ESMA (*Information on Shareholder Cooperation and Acting in Concert under the Takeover Bids Directive* <https://www.esma.europa.eu/document/information-shareholder-cooperation-and-acting-in-concert-under-takeover-bids-directive-0>) dirigido a crear una lista blanca de actuaciones colaborativas que, sin llegar a constituir un puerto seguro para los inversores institucionales frente al riesgo de incurrir en la obligación de formular una OPA, al menos permitiera presumir la falta de concertación (WINNER, «Active Shareholders and European Takeover Regulation», *ECFR* 3/2014, 364, 383; DAVIES, «Shareholder in the United Kingdom», *Law Working Paper ECGI*, 10 y 14, indicando que el *Takeover Panel* dulcifica en este caso el deber de presentar una OPA; GUIZZI, «Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema di concerto», en Mauggeri a cura di, *Governo della società quotatae attivismo degli investitori istituzionali*, 2015, 97 a 126; RONCERO, «La implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos», 771 nt. 91).

<sup>72</sup> WINNER, *ECFR* 3/2014, 388.

<sup>73</sup> La Exposición de Motivos del Anteproyecto incluye una frase que muestra cierta autocomplacencia del legislador español: «Hay que tener en cuenta que nuestro modelo es, a día de hoy, uno de los más reconocidos a nivel internacional». En todo caso, al igual que la Directiva, se muestra reticente hacia las estrategias cortoplacistas centradas «esencialmente en el rendimiento financiero en beneficio exclusivo de sus accionistas. Los demás objetivos no financieros de la sociedad cotizada y los intereses de otros grupos de interés, y muy especialmente de sus trabajadores, pasan así a un segundo plano de la estrategia corporativa. Por el contrario, las estrategias de inversión a largo plazo integran de forma natural otros objetivos no financieros, como

Cabría incluso preguntarse hasta qué punto la intención de impulsar una gestión a largo plazo de la empresa, que proclama la Directiva, presupone un concepto de interés de la sociedad, que prevalece sobre el de los socios o que permite limitar la pretensión de los inversores institucionales de imponer la forma de perseguir sus fines lucrativos<sup>74</sup>. En realidad la Directiva no impone medidas imperativas en relación con la forma de gestionar (como las previstas para las entidades de crédito<sup>75</sup>), ni restringe la capacidad de influencia de los accionistas, aunque esto conduzca a que se fije a corto plazo la obtención de los rendimientos. De hecho, a menudo el cortoplacismo termina por imponerse, aunque contradiga los objetivos de política jurídica que se buscaban<sup>76</sup>.

Ahora bien, la defensa en la Directiva de estrategias de sostenibilidad de la empresa y de una gestión a largo plazo sí presupone la

*el bienestar de los trabajadores y la protección del medio ambiente, garantizando la sostenibilidad de las empresas en el largo plazo. Y es que aquellas empresas viables en la sociedad y en el medio ambiente, son también más sostenibles económicamente en el medio y largo plazo». Y, posteriormente se indica «este tipo de comportamientos cortoplacistas no sólo suelen tener un impacto negativo sobre las sociedades cotizadas que los adoptan. Los comportamientos individuales cortoplacistas de muchas empresas cotizadas pueden tener un efecto agregado muy perjudicial sobre el conjunto de la economía. En efecto, según numerosos estudios, las políticas de inversión cortoplacistas no sólo afectan a la sostenibilidad y rentabilidad de las empresas individualmente consideradas, sino que también pueden generar riesgos relevantes para la estabilidad de los mercados de capitales y la economía. Este «capitalismo trimestral» (en referencia a la presión por maximizar los resultados financieros en cada uno de los informes financieros trimestrales), tiene efectos sobre el crecimiento económico, el empleo y la productividad del capital. La crisis financiera de 2008 es, entre otros factores, el resultado de una visión excesivamente cortoplacista de la economía. El modelo de crecimiento anterior a la crisis, al estar basado en la necesidad de generar beneficios en el corto plazo generó un modelo de negocio arriesgado y excesivamente apalancado.»*

<sup>74</sup> Pero no parece que se pueda sostener que existe un «deber de lealtad» de los accionistas que les obligue a anteponer los intereses de la sociedad a los suyos propios, como parece apuntar ALCALÁ, «El interés social en la sociedad anónima cotizada», 72.

<sup>75</sup> LEÓN, «La reforma del Derecho europeo de sociedades cotizadas», 140 y ss.

<sup>76</sup> RONCERO, «La implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos», 775. A ello se une la falta de incentivo de las IIC tradicionales para ser activas y, si lo son, sus decisiones vienen dirigidas por *proxy advisors* coaligados con *hedge funds* y otros accionistas semidispersos (fondos de pensiones o aseguradoras). A pesar del recelo hacia este activismo, los gobiernos temen el riesgo de huida de los gestores de los inversores institucionales (DAVIES, «Shareholder in the United Kingdom», *Law Working Paper ECGI*, 4 y 22 y s.; RONCERO, «La implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos», 753).

capacidad de fijar una gestión dirigida a la composición de intereses y objetivos de accionistas que tienen rasgos y fines no homogéneos. Pero esto sólo es posible si los ejecutivos disfrutaban de independencia. Sin necesidad de adentrarse en el resbaladizo tema de lo que es el «interés social» de una sociedad anónima cotizada, sí parece apuntarse, en todo caso, un renacimiento de una concepción institucionalista. Aunque esta no afecta a la fijación de los fines de la sociedad, sí a la no vinculación de los administradores respecto de los accionistas en relación con las concretas medidas de gestión con los que satisfacen su interés.

La idea del renacer pendular del institucionalismo es antigua. Se constata en los EEUU en los años 80 del siglo pasado como respuesta a la oleada de OPAs hostiles y de reestructuraciones apalancadas (*leverage restructuring*), que se pensaba que corregían la ineficiencia *managerial*. Bajo la amenaza de una OPA, los gerentes de las corporaciones se verían forzados a una gestión abocada a maximizar el valor del accionista y hacerlo cuanto antes. Pero la amenaza no solo atemoriza a los directivos. Los efectos sociales nocivos pueden extenderse a los trabajadores (deslocalizaciones, reconversiones de plantilla), a las comunidades locales y a las mismas arcas públicas. Por eso la reacción defensiva de los *managers* encontró un aliado natural en estos *stakeholders*, lo que se reflejó en una ampliación de la capacidad de responder a las OPAs hostiles. Esta visión institucional de la sociedad anónima consideró, de nuevo, a los consejeros y *managers* como encargados de actuar en beneficio de todos los grupos amenazados por el riesgo de desaparición o filialización de la sociedad. Algunas legislaciones americanas –*Corporate Constituency Statutes*– autorizan (y algún Estado incluso obligaba a ello) a tomar en consideración en las decisiones de empresa, junto a los intereses de los socios, los de otros grupos y a crear barreras frente a las OPAs<sup>77</sup>.

El mismo fenómeno se da en Europa cuando, contra la imposición de la regla *one share-one vote*, termina por rechazarse un modelo que obliga a que el control de la sociedad sea susceptible de negociación. Desde hace más de diez años las instituciones europeas, para fomentar una gestión sostenible y a largo plazo<sup>78</sup>, abandonan actitudes en las que rechazaban la posibilidad de establecer instrumentos defensivos frente a las

<sup>77</sup> GONDRA, *RdS* n° 52, 2018, 41 y ss.; en general sobre la concepción institucionalista que late en un modelo legal que rechace el deber de los administradores de actuar con neutralidad ante una OPA hostil v. GARRIDO, en Juste/Recalde coords, *Derecho de OPAs*. Valencia 2010, 493, 507.

<sup>78</sup> *EU Commission, Green Paper, Long-term financing of the European economy*, 25 March 2013.

operaciones dirigidas a la adquisición del control de las empresas (*Control Enhancements Mechanisms*), actuando como defensa preventiva frente a OPAs. En efecto, numerosos ordenamientos (primero los escandinavos, luego el francés, italiano y otros) dejan a la sociedad la decisión de si el control pueda ser objeto de intercambio. Cada vez más se admiten estas medidas en el panorama comparado<sup>79</sup> y previsiblemente algunas de ellas se incorporen en el Derecho español<sup>80</sup>. Lo importante sería asegurar la transparencia. La *marketability* es renunciable, si la proporcionalidad entre participación en el capital y poder de voto se establece en normas dispositivas. El voto plural y las *loyalty shares* aseguran la estabilidad del núcleo de control, aunque este corresponda a accionistas que no posean la mayoría del capital<sup>81</sup> y permiten defenderse a los grupos de control y a los administradores frente al riesgo de pérdida que podría producirse en una OPA hostil.

La derogación del principio de proporcionalidad entre capital y voto impulsa la entrada en el capital de inversores con vocación de obtener rendimientos a largo plazo sin estar a expensas de la influencia de accionistas con estrategias cortoplacistas y reduce los costes de capital que los grupos de control necesitan asumir para conservar este control.

En definitiva, los medios que el Derecho europeo ofrece para los objetivos marcados se muestran poco eficaces para los fines busca-

<sup>79</sup> La renuncia de la Unión Europea a su tradicional política de rechazo a cualquier medida que altere la proporcionalidad entre propiedad y control, se debe a que con ello no se garantiza un beneficio y sí costes para los accionistas de control (informe *Commission Staff Working Document on the Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*, SEC (2007) 1705, 12.12.2007). La influencia de este informe fue ya clara en la recuperación (Ley 1/2012, de 22 de junio) de la posibilidad legal de fijar en estatutos limitaciones al número de votos que puede emitir un accionista (arts. 188.3 y 527 LSC) (RECALDE, «Limitación del número de votos de los accionistas y neutralización de las cláusulas estatutarias de limitación de voto», Rodríguez Artigas/Farrando/González Castilla dirs., 2ª ed., *Las reformas de la Ley de sociedades de capital*, 2012, 691, 716).

<sup>80</sup> El Anteproyecto de Ley de modificación de la Ley de Sociedades de capital por el que se incorporará la directiva sobre derechos del socio en las sociedades cotizadas prevé que los estatutos puedan atribuir un voto adicional a cada acción que hubiera pertenecido un mismo accionista durante, al menos, dos años.

<sup>81</sup> Desde el Derecho italiano, pero con una ilustrativa visión comparada (CIAN, *RdS*, nº 48, 2016, 253 y ss.; ABRIANI, «Azioni a voto plurimo e maggioranza del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi», en [www.giustiziacivile.com](http://www.giustiziacivile.com); GANDÍA, «Acciones de voto plural y *loyalty shares*», *RDM* nº 300; 61 y ss.; FERNÁNDEZ TORRES, *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, 85 y ss.; FERNÁNDEZ DEL POZO, «La viabilidad de las acciones de lealtad en nuestro Derecho (*loyalty shares*)», *RDBB* nº 152, 2018, 9 y ss.

dos. Y, por otro lado, se perciben influencias en sentido contradictorio ya que, junto a la incentivación de la participación de los inversores en la junta y, sobre todo, de los principales accionistas (inversores institucionales), se reclama de otro lado que la gestión se enfoque a la sostenibilidad de la empresa y a unos rendimientos fijados a largo plazo.

La ineficacia de las medidas propuestas en la Directiva y las tendencias contradictorias que mencionábamos, se aprecian en materia tan relevante como la retribución de administradores y ejecutivos. La política de remuneración debe contribuir a sustentar la sostenibilidad a largo plazo de la empresa y explicar cómo lo consigue: fijando periodos de diferimiento de la retribución variable e indicando los casos que permiten a la sociedad exigir la devolución de lo pagado en ese concepto cuando la sociedad no alcanza los objetivos marcados. Se trata de imponer un modelo de mayor control por los socios (*say on pay*), que obliga al pronunciamiento vinculante de la junta sobre la política de retribución (art. 9bis, aunque permite una votación solo consultiva) y otro acuerdo anual sobre cumplimiento de la política de remuneración (art. 9.ter).

Pero realmente el nuevo modelo no ha impedido la difusión de sistemas de retribución variable, que se fijan para un breve plazo de cadencia, a menudo similar al de la inversión calculada por el inversor para alcanzar el rendimiento esperado<sup>82</sup>.

La falta de líneas claras respecto del modelo u objetivos que deben presidir la gestión implica reconocer a los administradores la facultad para modular los intereses plurales concurrentes a la hora de realizar los objetivos lucrativos de los socios. Aunque no estén legitimados para fijar por sí mismos los fines de la sociedad, si se les permite concretar el

<sup>82</sup> Como vaticinaba (LEÓN, «La reforma del derecho europeo de sociedades cotizadas», *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital, Liber amicorum Rodríguez Artigas-Esteban Velasco*, 2017, 161), las medidas previstas en la Directiva son más eficaces desde la perspectiva de la transparencia que para los objetivos de proporcionalidad o la consecución de una gestión sostenible a largo plazo. De hecho, los sistemas de retribución variable (preferentemente a corto plazo) están muy extendidos en las sociedades cotizadas españolas (GÓMEZ, «Remuneración e incentivos de los consejeros ejecutivos en las empresas del Ibex 35 entre 2013 y 2017», *Boletín Trimestral CNMV I*, 2019, 126: «porcentaje del bonus —la remuneración variable a corto y largo plazo— de los consejeros delegados del Ibex 35 (un 33%) es el segundo más alto de la muestra, solo por detrás de Alemania (el 40%) y muy por encima de la media europea (18%) e incluso americana (22%). La mayor parte del bonus, no obstante, es a corto plazo») y 134 («el bonus variable a corto plazo es superior al sueldo para un 25% de los consejeros delegados»).

modo de alcanzar esos fines<sup>83</sup>. La no vinculación de los administradores a las directrices de los accionistas (sean privadas o se tomen en un acuerdo de junta) es compatible con el objetivo de una política jurídica que trata de promover estrategias de gestión a largo plazo. La independencia de que gozan supone reconocerles la capacidad para rechazar la influencia de los accionistas que pretenden imponer una estrategia de gestión basada en sus objetivos particulares. En realidad, en el puro plano del derecho positivo, estas son las condiciones que están presentes en los ordenamientos que no permiten a los socios ni a la junta influir en la gestión de la sociedad anónima, y que se reflejan en la prohibición de que los administradores se exoneren de los efectos derivados de una administración que deben realizar bajo su responsabilidad.

Por tanto, la especialización y la autonomía responden a motivaciones que garantizan una gestión profesionalizada en la que los administradores modulan intereses plurales de accionistas diversos (cada uno con sus propios y diferentes objetivos de inversión) e, incluso, les permiten atender a la incidencia de la actividad de la sociedad sobre los terceros<sup>84</sup>. Como hace tiempo se advirtió autorizadamente, la competencia para establecer la forma concreta en la que se realiza el interés social (más allá del fin lucrativo) se resuelve en reglas procedimentales de gobierno que cada ordenamiento establece para la formación de la voluntad social y la toma de decisiones de negocio. Esas determinan cómo se asignarán las competencias entre los órganos, cómo se ejercerán o cómo se jerarquizan los poderes entre dichos órganos<sup>85</sup>. Esto es

<sup>83</sup> ROE, «Corporate Short Termism in the Boardroom and in the Courtroom», *Bus. Law*. Vol. 68, 2013, 977, 1004; NAVARRO LÉRIDA, «El fomento de la visión a largo plazo en las inversiones», 627.

<sup>84</sup> Sin adentrarnos en si el interés social puede o debe incorporar intereses de terceros, no podemos dejar de apuntar que la Responsabilidad Social Corporativa deja atisbar un cambio, si no como guía, sí como regla facultativa que legitima a los administradores a defender esos intereses; en todo caso, para su limitada eficacia en la fijación del interés social v. ESTEBAN VELASCO, «Responsabilidad social cororativa: delimitación, relevancia jurídica e incidencia en el Derecho de sociedades y en el gobierno corporativo», *Liber amicorum. J.L. Iglesias Prada*, 2014, 271; ESTEBAN VELASCO, «Buen gobierno, fin/interés social y responsabilidad social», 974 para el retorno de concepciones institucionalistas, y 983 para la RSC desde el desarrollo sostenible y su incidencia en el concepto de interés social; ALCALÁ, «El interés social en la sociedad anónima cotizada», 50 y ss.; EMBID/DEL VAL, *La responsabilidad social cororativa y el Derecho de sociedades de capital: entre la regulación legislativa y el soft law*, 2016, 50 y ss.

<sup>85</sup> Vid. antes en nt. 53 la referencia al clásico trabajo de ESTEBAN VELASCO, *El poder de decisión en la sociedad anónima*, 588; hoy PAZ-ARES, «Identidad y diferencia del consejero dominical», 101.

imprescindible debido a que en la sociedad anónima cotizada los intereses de los accionistas (incluso en el caso de los inversores institucionales, aunque estos cooperen entre sí) no son homogéneos.

Aunque la Directiva pretenda levantar obstáculos a la participación de los accionistas e impulsar su capacidad de influir en las políticas de la sociedad, en el entendimiento de que el interés social es el de los socios, esto no supone que la junta determine cómo hacer valer dichos intereses. Esto podría aceptarse si la decisión se determinase por la totalidad de los socios. Pero las dudas surgen si el funcionamiento de la sociedad viene presidido por la regla de la mayoría, especialmente en sociedades abiertas, en las que las relaciones entre socios y las decisiones no son naturaleza contractual<sup>86</sup>.

La independencia de los administradores no se reduce ni estos se ven inexorablemente obligados a aceptar la influencia de los socios activos. Los gestores de las sociedades cotizadas conservan un amplio margen para determinar discrecionalmente, dentro del objetivo de satisfacer el fin lucrativo, el modo (dividendos o incremento del valor) y el momento (a corto o largo plazo) en el que aquel fin se hará efectivo.

#### 4. LA AUSENCIA EN EL DERECHO ESPAÑOL DE UN CRITERIO ÚNICO Y COHERENTE SOBRE LA ASIGNACIÓN DE COMPETENCIAS ENTRE LOS ÓRGANOS DE LA SOCIEDAD

A diferencia de lo que sucede en otros ordenamientos, el español no refleja una clara opción en relación con la distribución de competencias o la jerarquía entre los órganos. No hay datos que permitan concluir si las competencias de gestión de la empresa se atribuyen a los administradores en exclusiva, de forma que los acuerdos de la junta tendrían el valor de meras opiniones indicativas, o si se inclina por un papel fuerte de la junta, que le autoriza a invadir las competencias que se atribuyen naturalmente a los administradores. Podría pensarse que las normas más generales responden a un modelo de distribución fija de competencias entre cada órgano. Pero esas bases conviven con otros elementos en un sentido aparentemente contradictorio. La comprensión del sistema se complica cuando el ámbito de aplicación de las normas no distingue en

<sup>86</sup> PAZ-ARES, «Identidad y diferencia del consejero dominical», 53 y s., constata que la vinculación a las «instrucciones colectivas» (art. 161 LSC) no puede aplicarse por igual en las sociedades cerradas y en las abiertas, donde admite que *de lege ferenda* la cuestión es discutible.

función de las formas societarias ni de los objetivos que estas cumplen en cada tipo de empresa de la realidad, en contraste con lo que es habitual en el Derecho comparado.

a) En efecto, **las reglas que asignan las competencias a los órganos** se aplican por igual a la sociedad anónima y a la sociedad de responsabilidad limitada. A la junta se asignan los aspectos fundamentales de la organización corporativa y financiera (los mencionados en la lista de competencias del art. 160 LSC, pero no solo), mientras que la gestión y la representación de la sociedad corresponden al órgano encargado de la administración (art. 209 LSC). No obstante, cierta primacía de los socios se percibe en la reserva a la junta de las competencias de más importancia, en su capacidad de cesar a los administradores sin necesidad de que concurra causa, en su competencia para aprobar la gestión (art. 160.a LSC), cuyos efectos no son, en todo caso, claros<sup>87</sup>, o el acuerdo sobre distribución del resultado (art. 273.1 LSC, aunque la propuesta necesariamente deba provenir de los administradores, art. 253.1 LSC, de forma indelegable en caso de consejo de administración art. 249.bis.e LSC).

La competencia de los administradores en materia de gestión no es privativa, pues la junta decide en algunos negocios de disposición sobre el patrimonio social. Además, los estatutos pueden conferir a la junta otras competencias (art. 160.j LSC), que pueden extenderse a la gestión. En fin, los socios también pueden interferir en determinados asuntos de gestión a través de acuerdos de junta, con los que esta imparte instrucciones a los administradores (art. 161 LSC). Esto último se corresponde con un modelo de subordinación de los administradores a los socios, que resulta, sin embargo, incompatible con otras normas que responden a principios contrapuestos, como las que imponen la independencia de los administradores (art. 236.2 o 228.d LSC) y su discrecionalidad en la toma de decisiones (p. ej. art. 226 LSC), normas que se verían contradichas si las instrucciones fuesen imperativas o vinculantes<sup>88</sup>.

<sup>87</sup> ESTEBAN VELASCO, «Distribución de competencias entre la Junta general y el Órgano de administración», 34.

<sup>88</sup> El rechazo al mandato vinculante de defensa de intereses del grupo de procedencia del socio (PAZ-ARES, «Identidad y diferencia del consejero doninical», 99) no responde realmente a una tesis que se sostuviera (ESTEBAN VELASCO, «Reorganización d ela ocmpeosición del Consejo: clases de consejeros en particular los consejeros independientes», *RdS*, n° 27, 2006, 85) y, en todo caso, en aplicación de la función de intermediación o modulación es un principio aplicable a todos los consejeros de las sociedades cotizadas (ESTEBAN VELASCO, «Buen gobierno, fin/interés social y responsabilidad social», 1008).

Conviene adentrarse en este complejo entramado, para analizar si en el detalle se aprecia una coherencia interna del sistema o si puede extraerse un principio rector que ayude a resolver los problemas de interpretación de reglas de inspiración contradictoria.

b) La idea de que los administradores no son competentes en exclusiva para gestionar las sociedades de capital resulta de **preceptos que atribuyen a la junta general la decisión en relación con ciertos actos o negocios de disposición del patrimonio y otros que en sentido amplio podrían calificarse de gestión**. El que más interés ha suscitado en los últimos tiempos es el art. 160.f LSC, que se incorpora con ocasión de la Ley 31/2014. En él se requiere un acuerdo de la junta para los actos y negocios *de enajenación, adquisición o aportación de activos esenciales*, norma con otra paralela –pero no enteramente coincidente– para las sociedades cotizadas (art. 511.bis LSC).

Ambos preceptos incluyen en el derecho positivo lo que la jurisprudencia calificó como competencias implícitas de la junta<sup>89</sup>: la junta debe decidir en estos asuntos que son en principio de gestión, ya que suponen actos y negocios en los que la sociedad dispone de activos que forman parte del patrimonio social; pero, al mismo tiempo, tienen un

<sup>89</sup> La STS 17.4.2008 (RJ 2008\3521) trató de un acuerdo del consejo de una sociedad anónima, ejecutado por los consejeros delegados, transmitiendo las concesiones administrativas, tarjetas de transporte y autobuses que constituirían todo el activo de la empresa, y dejó a la sociedad sin posibilidad de desarrollar la actividad para la que se constituyó. La demandante pidió la nulidad de la transmisión al alegar que no se trataba de actos de gestión de tráfico, sino de modificar el objeto social o liquidar la sociedad, pues esta no podría seguir desarrollando la actividad para la que se constituyó. El TS concluyó que transmitir todo el activo excedía del tráfico normal de la empresa y que los administradores necesitan la autorización de los socios si la sociedad no tiene más actividad que la que realiza con esos activos, si la enajenación de los activos equivale a una modificación sustancial del objeto. El acuerdo de la Junta no sería necesario para ampliar el objeto social, pero sí para sustituirlo y mutilarlo. La STS 8.2.2007 (RJ 2007/959) anuló el acuerdo del consejo de administración por el que se cedía el conjunto de activos de la compañía dedicados a una actividad, ya que «*en modo alguno pueden los administradores acordar una reducción de actividades principales que implique un cercenamiento del objeto social, lo que sólo podrá ser efectuado por la Junta General en los términos establecidos en la Ley y en los Estatutos*». Los actos de transmisión de todo el activo o al menos de una parte sustancial para continuar con la actividad son casos de los que se ocupó la RDGRN 25.4.1997 (caso «Balnearios y Aguas Solán de Cabras») y la STS 17.4.2008 (caso «Transportes Los Diez Hermanos»). En la STS 7568/2010 de 4 de noviembre (LA LEY 244480/2010) se ocupó de la responsabilidad de los administradores por una liquidación de facto como consecuencia de la transmisión de activos a otra sociedad y el vaciamiento patrimonial; para la eficacia de actos de disposición alternativos a la liquidación reglada v. RDGRN 26.2.2016.

decisivo impacto en la estructura jurídica, financiera o económica de la empresa con unos efectos similares a los de una modificación estructural o a un cambio del objeto social. La razón por la que se requiere el pronunciamiento de la junta es que los efectos de estos negocios exceden de los propios de una gestión ordinaria del patrimonio de la empresa. La decisión es de la junta, porque son actos que afectan a la inversión, ámbito en el que son los socios los que deben decidir. Como se dijo, no tiene sentido excluir la competencia de la junta en relación con la gestión de la compañía si las decisiones de las que se discute no son de administración, ya que afectan a la inversión en la empresa<sup>90</sup>. La *ratio* de que la competencia de la junta se amplíe radica en que son actos de disposición que suponen un cambio estructural<sup>91</sup>, la liquidación de la sociedad, una filialización (o subfilialización como en el caso Holzmüller) o se asemejan a los actos ajenos al objeto social que *de facto* comportan su sustitución (no una mera adición de actividades)<sup>92</sup>, sobre lo que la jurisprudencia ya estableció que es la junta la que debía decidir<sup>93</sup>.

No me detendré en la exégesis de esta controvertida norma. Pero sí quiero recordar que la disposición sobre activos esenciales no es el único caso en el que se atribuye a la junta la competencia para decidir en asuntos que podrían calificarse de disposición del patrimonio. La ley está trufada de otras normas que, al amparo de lo previsto en el primer inciso del art. 160.j LSC, prevén que la junta resuelva sobre asuntos que suponen una disposición de elementos del patrimonio social<sup>94</sup>.

<sup>90</sup> FLEISCHER, «Ungeschriebene Hauptversammlungs-zuständigkeiten im Aktienrecht: Von “Holzmüller” zu “Gelatine”», *NJW* 2004, 2335, 2336.

<sup>91</sup> ESTEBAN VELASCO, «Distribución de competencias entre Junta general y el Órgano de administración», 46 y s.; RECALDE, «Comentario Art. 160. Competencias de la Junta», en Juste coord., *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, 2015, 37.

<sup>92</sup> PÉREZ MILLÁN, «La competencia de la junta general respecto de operaciones sobre activos esenciales y el poder de representación de los administradores», *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum Rodríguez Artigas/Esteban Velasco*, I, 2017, 323 y ss.

<sup>93</sup> SSTs 10.6.2010 y, sobre todo, 10.3.2011.

<sup>94</sup> Cuando la legalidad establece cómo se asignan los poderes de los órganos, decae la ilimitación del poder de los administradores (GIRÓN, *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid 1952, 362; ESTEBAN VELASCO, «Distribución de competencias entre la Junta General y el Órgano de administración», 61 y ss., 65: «los límites legales (al ámbito del poder de representación de los administradores) derivados de las competencias legales atribuidas a otros órganos son oponibles a terceros en cuanto inciden en la vinculación de la sociedad y que, por tanto, quedan fuera del régimen del contenido inde-

Cabe citar aquí la llamada fundación retardada, para la que se requiere el acuerdo de la junta de la sociedad anónima y comanditaria por acciones en caso de una adquisición onerosa por un valor superior al 10% del capital social, si se realiza en los dos años posteriores a la constitución (art. 72 LSC). Como se sabe, su objetivo es impedir que se eluda la aplicación del régimen de aportaciones no dinerarias y tutelar el patrimonio en el periodo inicial de la vida de la sociedad. El excesivo rigor de la norma se suele constatar en la ineficacia que se predica de la adquisición y del negocio que se concluyan sin acuerdo de la junta y sin las demás formalidades<sup>95</sup>.

También se atribuye a la junta la decisión de anticipar fondos, conceder créditos o préstamos, prestar garantías o facilitar asistencia financiera a los administradores y a los socios de la sociedad de responsabilidad limitada (exigencia de la que queda excluido el caso en el que estos negocios se realizan a favor de otra sociedad del mismo grupo) (art. 162 LSC). La norma se justifica porque en estos asuntos, existe el riesgo de que los recursos de la sociedad se utilicen para fines ajenos al objeto social<sup>96</sup>.

En la sociedad limitada la junta también es competente para establecer o modificar las relaciones de prestación de servicios con los administradores (art. 220 LSRL).

En otros asuntos que podrían calificarse de gestión o de organización de la sociedad se reparten las competencias entre la junta y los adminis-

*rogable del poder de representación y del tratamiento de los actos de administración ajenos al objeto social»; contra PÉREZ MILLÁN, «La competencia de la junta general respecto de operaciones», 327, invocando a BONARDELL/CABANAS, art. 41 en Arroyo/Embid dirs., Comentarios LSA, I, 2001, 439).*

<sup>95</sup> ROJO, «Art. 72 Adquisiciones onerosas», en Rojo/Beltrán dir., *Comentario de la ley de sociedades de capital*, 657, 665; para el art. 32 LSA 1951 GIRÓN, *Derecho de sociedades anónimas*, 362; por ello PÉREZ MILLÁN, «La competencia de la junta general respecto de operaciones», 328 defiende la reducción teleológica de la norma, limitando su ámbito a las adquisiciones de socios significativos.

<sup>96</sup> MARIMÓN, *La asistencia financiera de una sociedad limitada a sus socios, administradores y otras sociedades de su grupo*, 2.<sup>a</sup> ed., 2010, advierte (p. 202 y s.) la postura divergente de los tribunales en SAP Barcelona 13.7.2004 (nulidad de actos realizados sin acuerdo de la junta) y en SAP Las Palmas 11.7.2005 (posibilidad de que la junta ratifique la previa actuación de los administradores), aunque considera esta tesis «poco convincente». MARIMÓN (ob. cit. 204 y ss.) afirma que «(e)l acuerdo de la Junta tiene un efecto claro: actúa como presupuesto para que el órgano de administración complete la operación, en uso del poder de representación [...] cuando falta aquel acuerdo, los administradores actúan sin el mandato oportuno y, por tanto, se exceden en el uso de aquel poder de representación». Y señala (ob. cit. p. 207, esp. nt. 505) que aquí no se trata de una limitación voluntaria o estatutaria de los poderes de los administradores, inoponible a terceros, sino de una limitación legal y en todo caso oponible.

tradores sin un criterio seguro y en función de decisiones cambiantes del legislador: la adquisición derivativa por una sociedad anónima de las propias acciones (art. 146.1.a LSC); la aprobación del importe máximo de retribución de los administradores (art. 217 LSC); el reparto de los dividendos a cuenta (art. 277 LSC sobre el que pueden decidir administradores o junta); la exclusión del derecho de suscripción preferente (art. 308 LSC); o la autorización para transmitir participaciones o acciones cuando los estatutos lo limitan.

Podría seguirse, pero valgan como muestra de la falta de un criterio fijo dos botones en los que recientemente se han producido sucesivos cambios de régimen: la modificación del domicilio social (art. 285.2 LSC)<sup>97</sup> o la emisión de obligaciones. El Derecho español en este caso tradicionalmente atribuía la competencia a la junta, hasta que la Ley 5/2015 la asignó a los administradores (salvo en las obligaciones convertibles) (art. 406 LSC, aunque el legislador da muestra de poca seriedad cuando sigue en vigor el art. 194 LSC, que establece los casos de quórum reforzado de la junta, entre los que incluye la emisión de obligaciones)<sup>98</sup>.

Esta lista no exhaustiva de materias, cuya competencia se reparte entre uno y otro órgano, se expone al solo objeto de advertir que la ley no contiene una regla fija que establezca con carácter general si la gestión de la empresa es cosa de administradores, mientras la organización de la sociedad compete a los socios. A veces los socios deciden en asuntos de gestión mediante un acuerdo de la junta y elementos propios de la organización financiera corresponden a los administradores. La decisión de asignar a uno u otro órgano la competencia depende de opciones de político-jurídica volubles y se establecen con criterios que podrían tildarse incluso de arbitrarios (basta recordar el caso de la fijación del domicilio social) o que dependen de razones ajenas a cómo definir la organización de la empresa.

<sup>97</sup> Real Decreto-ley 15/2017, de 6 de octubre y al respecto ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, «Por qué se van las empresas de Cataluña. El domicilio social y sus efectos», <https://hayderecho.com/2017/10/15/por-que-se-van-las-empresas-de-cataluna-el-domicilio-social-y-sus-efectos/>

<sup>98</sup> ESTEBAN VELASCO, «Distribución de competencias entre Junta general y el Órgano de administración», 38 y s.; GALÁN, «Las competencias del órgano de administración y de la junta general en materia de emisión de obligaciones», en *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital*. Liber amicorum F. Rodríguez Artigas/G. Esteban Velasco, I, 2017, 361 y ss.; DOMÍNGUEZ GARCÍA, «Competencia orgánica y procedimiento para la emisión de obligaciones por las sociedades de capital», en Roncero coord., *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados II*, 2019, 129, 135 y s.

La imposibilidad de identificar un criterio fijo respecto de la atribución del poder de decisión y la organización se confirma si se compara el Derecho español con otros ordenamientos<sup>99</sup>.

c) Al igual que en otros países, el **Derecho español prevé también que los estatutos puedan atribuir a la junta nuevas facultades que podrían incluir asuntos de gestión**. En efecto, después de enumerar la lista de las principales materias sobre las que decide la junta, esta puede acordar o deliberar también sobre «*cualesquiera otros asuntos que determinen la ley o los estatutos*» (art. 160.j LSC). La flexibilidad de la norma que permite fijar en estatutos otro régimen relativo a competencias ajustándolas a las necesidades de los socios, facilita el fortalecimiento de la junta o eventualmente permite reducir su relevancia<sup>100</sup>.

La libertad para ampliar en los estatutos los casos en los que la junta decide o debe ser consultada opera por igual tanto para la sociedad anónima como en la sociedad de responsabilidad limitada<sup>101</sup>, lo que lo diferencia de lo previsto en el Derecho alemán o en el italiano, donde el reparto de competencias entre los órganos de la sociedad anónima se sustrae a la autonomía privada.

La ampliación estatutaria de las competencias de la junta hurta a los administradores de su capacidad para decidir en ellos. Los estatutos pueden reclamar un acuerdo previo de la junta para determinadas operaciones o asuntos; también pueden exigir que la junta ratifique la decisión ya tomada por los administradores. El límite a esa avocación hacia la junta de decisiones que naturalmente son de los administradores se sitúa en la representación y ejecución de acuerdos, así como en los que la ley

<sup>99</sup> Basta recordar que una materia atribuida en el Derecho español y europeo a la decisión de los socios en la junta respecto de la estructura financiera de la sociedad, como es la fijación de la cifra del capital social, en el Derecho de los EEUU tradicionalmente corresponde al *board of directors*. Es posible que este paradigma del Derecho europeo de sociedades en el futuro se vea alterado con motivo de la incorporación de la Directiva (UE) 2019/1023 del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de junio de 2019 sobre marcos de reestructuración preventiva, exoneración de deudas e inhabilitaciones, y sobre medidas para aumentar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración de deudas.

<sup>100</sup> ESTEBAN VELASCO, «Distribución de competencias entre Junta general y el Órgano de administración», 73 y s., dice que por esta vía también se podría reducir el poder que se atribuye a la junta si la regla legal es supletoria o admite que cualquiera de los dos órganos pueda decidir sobre un asunto.

<sup>101</sup> Así sucede también en el Reino Unido, pero, como vimos, la jurisprudencia y la doctrina rechazan que en la *public companies* sea una medida útil para ampliar los poderes de la junta y, más bien, lo es para la delegación en los *managers* de poderes del *board*.

imperativamente les reserva (p. ej. formulación de las cuentas o propuesta de aplicación del resultado).

En todo caso, no hay razón para entender que la ampliación de las facultades de la junta no pueda extenderse a asuntos de gestión. La ley española no discrimina al efecto ni hay razón para hacerlo<sup>102</sup>. De hecho, la previsión de un control por los socios de ciertos actos de gestión es habitual en las *GmbH* alemanas cuando los socios no son administradores o no lo son todos los socios y, por ello, consideran necesario determinar la competencia de cada órgano en asuntos de importancia.

Es el caso de una inversión que puede hacer un fondo de capital riesgo en una *start up* en la que habitualmente la confianza del fondo en la empresa se extiende a la capacidad de gestión de los propietarios originarios de la sociedad; pero en el contrato de inversión (fijado en el pacto de socios) el inversor suele reservarse el control de operaciones de particular trascendencia. Piénsese, también, en el caso de una sociedad cerrada con dos o más grupos de socios en la que solo uno de ellos está integrado en el órgano de administración. No es extraño que los demás socios exijan que los asuntos de especial importancia se sometan al (previo o posterior) acuerdo de la junta. Ninguna razón hay para que estas previsiones no trasciendan del pacto de socios para incorporarse a los estatutos, obligando con ocasión de su adopción a la previa autorización de la junta.

Como se sabe, en España los estatutos de las sociedades de capital se inscriben en su totalidad en el Registro Mercantil. En consecuencia, también deberían inscribirse las cláusulas que exigen el acuerdo de la junta. Estas previsiones estatutarias solo vincularían a quienes participaron en el contrato. La modificación convencional del régimen legal sobre atribución de competencias legales en asuntos de gestión solo opera con efectos internos. Así resulta de la norma que establece que la *«limitación de las facultades (representativas) de los administradores, aunque se halle inscrita en el Registro Mercantil, será ineficaz frente a terceros»* (art. 234.1párr.2 LSC). Es decir, las limitaciones convencionales (art. 160.j o 161 LSC) nunca limitarán el poder de representación de los administradores.

<sup>102</sup> La previsión de que la competencia de la junta de una sociedad limitada se amplíe en estas situaciones en relación con asuntos de gestión la contemplaba ya ESTEBAN VELASCO, «Acuerdos de la junta general de socios de sociedad limitada en asuntos de gestión y la responsabilidad de los administradores», *RdS* nº 18, 2002, 217, quien incluye una cláusula modelo a tal efecto (p. 218 y s.).

Sin embargo, en contradicción con lo que la ley prevé expresamente, la Dirección General de los Registros y del Notariado hace muchos años que rechaza la inscripción de cláusulas estatutarias que amplían la competencia de la junta general de la sociedad anónima o limitada y que, en correspondencia, restringen la de los administradores. El argumento se basa en un entendimiento inadecuado de la libertad reconocida para que los estatutos amplíen la competencia de la junta para decidir en asuntos de gestión (situación habitual en sociedades cerradas) y las previsiones que determinan quién es el titular del poder de representación y cuál es el ámbito de su poder. En esta materia, dado que se ven afectados los intereses de terceros, el régimen es indisponible. La cuestión, por tanto, se debe resolver en diferentes planos que afectan (i) a la representación, donde el régimen legal es imperativo, por lo que la junta no puede otorgar poderes ni designar representantes<sup>103</sup>, pues la titularidad y el ámbito del poder de representación lo determina la ley; y (ii) al ámbito de la gestión, donde, dado que no se ven afectados los terceros, nada justifica una posición restrictiva.

Cuando la DGRN impide inscribir estas previsiones, alegando la oscuridad que podrían crear en el tráfico, lo hace para tutelar a los terceros. Pero la ley les protege ya de manera suficiente y adecuada negando la eficacia externa a la limitación del poder de representación. La DGRN limita esta facultad, que la ley reconoce expresamente, a costa de desproteger a aquellos socios que deciden invertir en la sociedad con la condición de que el administrador consulte a la junta en ciertos asuntos y, en consecuencia, de que se reserve a esta un poder de control sobre dichos asuntos<sup>104</sup>.

Contra lo que se ha dicho, esto nada tiene que ver con la prohibición que establece el Reglamento del Registro Mercantil de enumerar la lista de actos que los administradores pueden realizar para el desarrollo de las actividades propias del objeto social (art. 117.2 RRM), ni la de consignar las facultades de los administradores inherentes al objeto social

<sup>103</sup> Especialmente claras en dicha actitud restrictiva v. RRDGRN 26.7.2006; 17.12.2015; 4.4.2016 («la trascendencia de las normas estatutarias en cuanto rectoras de la estructura y funcionamiento de la sociedad y la exigencia de precisión y claridad de los pronunciamientos registrales imponen la eliminación de toda ambigüedad e incertidumbre en aquella regulación estatutaria como requisito para su inscripción»). Pero la doctrina se remonta en el tiempo; v. las numerosas Resoluciones que se citan en SÁNCHEZ CALERO, *La junta general en las sociedades de capital*, 2007, 58 nt. 40.

<sup>104</sup> ALFARO, <https://almacenederecho.org/libertad-estatutaria-y-poder-de-los-administradores/>, ALFARO, <https://derechomercantilespana.blogspot.com/2015/11/la-inscripcion-de-los-limites-las.html>

(arts. 124.4 RRM y 185.6 RRM). Las prohibiciones que el Reglamento establece no pueden modificar la ley y no vienen a reflejar más que la declaración de que esta lista de facultades es innecesaria. Pero de dicha norma no puede concluirse que en el ámbito interno quede prohibido que los estatutos limiten la facultad exclusiva de los administradores para decidir en el ámbito de la gestión (conforme al art. 209 LSC).

Nada justifica prohibir la cláusula que reclame la autorización de la junta en asuntos de gestión, cuando la ley expresamente presupone su existencia. Así ocurre cuando prevé que cualquier limitación de las facultades de los administradores, «*aunque se halle inscrita en el Registro Mercantil, será ineficaz frente a terceros*» (art. 234.1 párr. segundo LSC)<sup>105</sup>. Esta norma contempla la inclusión en estatutos de limitaciones, que serán eficaces en la organización interna. Y, como es claro, la inscribibilidad no se puede hacer depender de que la cláusula exprese que las limitaciones a las facultades de gestión no afectan al poder de representación, puesto que este efecto resulta de la ley y de la Directiva.

d) Pero la norma que plantea más dificultades a la hora de analizar las relaciones entre los órganos de las sociedades de capital es la que **faculta a la Junta a inmiscuirse en la esfera del órgano de administración impartándole instrucciones o exigiendo su previo acuerdo en determinados asuntos de gestión** (art. 161 LSC).

d.1. Esta facultad de la junta para ingerirse en la gestión opera salvo que lo hubieran excluido los estatutos. *Los socios atraen para sí espontáneamente* (sin necesidad del amparo de una previsión estatutaria) decisiones que en principio competen a los administradores mediante un acuerdo adoptado en la junta por mayoría ordinaria.

También los administradores pueden requerir el acuerdo de la junta, lo que harán habitualmente para liberarse de la responsabilidad que pudiera derivarse de decisiones que entran en su competencia, pero en las que quieren que los socios se pronuncien y asuman las consecuencias. Los administradores no solo están facultados para consultar a la junta; estrictamente están obligados a ello si los estatutos lo previeron (como acaba de verse, esto es posible al amparo del art. 160.j LSC). En fin, la remisión del asunto a la junta por los administradores también podría producirse a efectos meramente consultivos.

<sup>105</sup> Como reconoce la RDRGN de 21.12.2018, cuando dice que, «*para los actos comprendidos en el objeto social, son ineficaces frente a terceros las limitaciones impuestas a las facultades de representación de los administradores (...) y, para los que no estén comprendidos en el objeto social, la sociedad queda obligada también frente a terceros de buena fe*».

La ley solo contempla la posibilidad de que la junta adopte acuerdos para «*determinados asuntos de gestión*». Ello comprende casos concretos o de carácter puntual; pero también podría operar para las instrucciones de carácter estratégico o imponer directrices generales en la actividad de empresa que resume el objeto social<sup>106</sup>. Se ha dicho que lo que no cabría es vaciar de todas las facultades que corresponden a los administradores, ni impartir un número ilimitado de instrucciones<sup>107</sup>, aunque no son claras las consecuencias que se anudarían a la infracción de estas limitaciones.

En todo caso, el ejercicio por los socios de facultades de gestión en acuerdos de la junta no afecta al poder de representación, que siempre subsiste como una facultad inalienable de los administradores. Expresamente lo prevé así el art. 161 LSC cuando dice que la injerencia en la gestión opera «*sin perjuicio de lo establecido en el artículo 234*», es decir, de la norma que establece que las limitaciones inscritas a las facultades de los administradores no son oponibles a los terceros, que pueden confiar en el carácter inderogable e ilimitable del poder legal de representación que ostentan aquellos.

d.2. La importancia de la norma en el diseño legal de las relaciones entre los órganos de las sociedades de capital es indiscutible. Parece excluirse un ámbito privativo o exclusivo de competencias al órgano de administración. Aunque la competencia natural de los administradores sea gestionar la sociedad y la empresa (art. 209 LSC), los socios pueden asumir el ejercicio directo de dichas funciones de gestión, siempre que sea a través de un acuerdo público de la junta. De ahí se concluyó que «*en nuestro ordenamiento jurídico –a diferencia de lo que puede ocurrir en otros– el órgano de administración está enteramente supeditado a la junta*»<sup>108</sup>.

<sup>106</sup> GARCÍA VIDAL, *Las instrucciones de la junta general a los administradores de la sociedad limitada*, 2006, 61 y ss.; BOQUERA/LATORRE, «Distribución y conflicto de competencias en la sociedad anónima no cotizada», 76 y ss.; JUSTE, «Algunas reflexiones sobre las instrucciones de la junta en materia de gestión y la responsabilidad de los administradores», en *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum Rodríguez Artigas/Esteban Velasco*, 2017, 395, 403; RECALDE, «Comentario Art. 161», en Juste coord., *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, 2015, 57.

<sup>107</sup> GARCÍA VIDAL, *Las instrucciones de la junta general a los administradores*, 66 y ss.

<sup>108</sup> ALFARO, «¿Cuál sería una distribución racional de competencias entre la Junta y los administradores?» <https://almacenederecho.org/criterios-de-distribucion-de-competencias-entre-la-junta-y-el-consejo-de-administracion/>; PAZ-ARES, «Fundamentos de la prohibición de los pactos de voto para el consejo», *indret*, octubre 2010, 6 y ss. reprocha las «*generalizaciones excesivas, propiciadas por el modus operandi, a menudo más intuitivo*

En el Derecho comparado la impartición por la junta de instrucciones se excluye en la sociedad anónima. Esta facultad de la junta solo opera en las sociedades destinadas a tipos con un núcleo cerrado y permanente de socios. Es, por tanto, un rasgo tipológico de la sociedad limitada. Esta era la situación en la LSRL 2/1995<sup>109</sup>, que sigue un modelo de soberanía de la junta a la que se supedita el órgano de administración y que excluye la independencia de los administradores respecto de las decisiones de la junta.

Sin embargo, este modelo no se compadece con reglas que excluyen la vinculación de las instrucciones impartidas por los accionistas (pactos de socios en relación con la gestión, instrucciones de consejeros dominicales)<sup>110</sup>. Y las mismas razones que para ello se alegan son las que en el Derecho comparado se invocan para excluir la vinculación de los administradores a las instrucciones incluso cuando estas vengan acordadas por la junta de la sociedad anónima o de las sociedades abiertas. El deber de actuar en interés de la «*colectividad de los socios*» obliga a reconocer a los administradores la facultad de actuar con independencia

*que propiamente analítico, del razonamiento institucionalista»* y dice que es «falsa» la afirmación de que los administradores son «*órganos de la sociedad*» y no «*mandatarios de los accionistas*» (lo que deduce, precisamente, del art. 161 LSC). Entre los defensores de esta tesis sitúa a GARCÍA VIDAL, *Las instrucciones de la junta general a los administradores de la sociedad de responsabilidad limitada*, 162 y s., con quien coincidimos porque, como hace la mayoría de los ordenamientos, no conviene generalizar soluciones normativas pensadas para las sociedades cerradas y con una impronta contractual, a las sociedades anónimas públicas con numerosos accionistas y con una clara separación entre propiedad y gestión. En estas la condición para asegurar la adecuada y diligente organización en la gestión son la especialización, la discrecionalidad y la autonomía de los administradores frente a los socios o su órgano de expresión. Ciertamente, como recuerda ALFARO, otros artículos responden a un modelo de supeditación de los administradores a la junta; pero también hay preceptos, con una posición central en el diseño legal, que reflejan una opción acorde con la de otros ordenamientos (no solo EEUU o Alemania) en las que en la sociedad anónima o en las *public companies* con amplio accionariado se presume la independencia de los administradores frente a cualquier instrucción vinculante.

<sup>109</sup> Aunque defiende la supeditación de los administradores a la junta en todas las sociedades de capital, PAZ-ARES («Fundamentos de la prohibición de los pactos de voto», 7 nt. 10) reconoce que en el Derecho que estaba en vigor cuando él escribe, «*en relación con la sociedad anónima, la cuestión parece algo más controvertida debido al silencio legal*», ya que el hoy art. 161 LSC solo se aplicaba a las sociedades limitadas. Pero ello no le impide afirmar que con carácter general «*no es exacto o aceptable de lege lata*» la idea de que los administradores no estén vinculados a la junta.

<sup>110</sup> Esto no lo comparten quienes, reconociendo la «*centralidad del deber de independencia*», limitan la oposición a las instrucciones particulares de los socios, pero no a las colectivas de la junta (PAZ-ARES, «Identidad y diferencia del consejero dominical», 49 y ss.).

de criterio y discrecionalidad (art. 228.d LSC)<sup>111</sup>. La excepción debería darse si la «vinculación o instrucción proviene de la totalidad de los socios»<sup>112</sup>. Pero, como es obvio, es una situación difícil de imaginar en una sociedad abierta con un número muy grande de socios.

En cambio, la impartición por la junta de socios de instrucciones vinculantes a los administradores se justifica plenamente en las sociedades cerradas, en las que los socios se implican directamente o tienen interés en la gestión y en las que el contrato de organización atenúa los efectos de la regla de la mayoría con mecanismos de tutela de los diversos intereses (derechos individuales, de minoría, impugnación de acuerdos, etc.). En este tipo de sociedades los socios a menudo son administradores y, si no lo son, tienen un nítido interés en controlar cómo se administra la sociedad. Las razones son las mismas que justifican la posibilidad de ampliar en estatutos las facultades de los socios para controlar o intervenir en la gestión. Dichas razones concurren en esta clase sociedades y no cuando se da una separación entre propiedad y control de la gestión. Así se entiende la especialidad tipológica de la sociedad limitada y que en otras sociedades no se aplique la regla que permitía impartir instrucciones<sup>113</sup>.

<sup>111</sup> PAZ-ARES, «Fundamentos de la prohibición de pactos de votos», 8 se refería a «la inconsistencia de los argumentos» contrarios a la idea de que los administradores están supeditados a la junta, lo que «no requiere de mayor comentario», dado que «el principio de independencia de criterio del administrador» es en todo caso «incierto –desde luego no formulado expresamente en ninguna norma positiva». Esto, es obvio, lo escribe antes de la reforma de 2014 y de la inclusión en la ley del art. 228.d LSC, cuando el principio de independencia pasa a ocupar un lugar central en los deberes de lealtad (como dice PAZ-ARES. «Identidad y diferencia del consejero dominical», 59). Otra cosa es que se entienda este precepto deba interpretarse sin perjuicio de lo previsto en el art. 161 LSC, que impondría «la obligatoriedad de las instrucciones colectivas» (como sostiene PAZ-ARES, «Identidad y diferencia del consejero dominical», 53). Pero lo que es más cuestionable es que esto sea una regla «natural», lo que se ve contradicho por su excepcionalidad en el Derecho comparado de sociedades anónimas (v. lo antes indicado respecto de los EEUU o Alemania donde el órgano de dirección solo está vinculado a las instrucciones en materia de gestión si solicitó dichas instrucciones -§ 119.2 AktG- y SPINDLER, *Münch Komm Aktiengesetz*, 3. Aufl. 2008, § 76 Rdn. 23, salvo en caso de instrucciones de la sociedad dominante en un grupo).

<sup>112</sup> Como sostiene PAZ-ARES, «Identidad y diferencia del consejero dominical», 52, aunque en otros lugares (v. *supra* nt. 106) defiende que los acuerdos colectivos (mayoritarios) de la junta vinculan, lo que nosotros compartimos, *de lege ferenda*, para las sociedades cerradas de base contractual.

<sup>113</sup> GARCÍA VIDAL, *Las instrucciones de la junta general a los administradores*, 164; OTXOA ERRARTE, «La participación de los socios de la SRL en la gestión de la sociedad», *RdS*, n° 2, 1994, 273 y ss. Antes de la reforma de 2014 ESTEBAN VELASCO (*RdS* n° 18,

Sin embargo, la reforma de 2014 generalizó la posibilidad de que la junta impartiera instrucciones a los administradores y ampliase el ámbito de aplicación de la norma (art. 161 LSC) a todas las sociedades de capital. Esto supuso que el modelo de soberanía o supremacía de los socios se extendiera a todas las empresas colectivas, incluyendo las sociedades cotizadas y las que tienen un accionariado amplio y disperso.

La Comisión de Expertos, que dio lugar a la reforma, justificó esa ampliación del ámbito de la norma para reforzar el papel de la junta, *«incluso en las sociedades de cotizadas en las que puede servir de instrumento para combatir algunos problemas de agencia entre accionistas y ejecutivos»* (argumento que acogió la Exposición de Motivos de la Ley).

Estas propuestas no consideraron los costes y las dificultades que pueden surgir para que la junta imparta instrucciones en las sociedades cotizadas, ni el riesgo de que la regla de la mayoría lleve a comportamientos oportunistas de algunos accionistas o los administradores utilicen las instrucciones para liberarse de la responsabilidad por el ejercicio leal o diligente del cargo, ni la necesidad de fijar previamente cómo se cumple la regla que asigna a los administradores el poder para concretar discrecionalmente el interés social componiendo los intereses de los diversos tipos de socios.

Y, sobre todo, estas tesis son difícilmente compatibles con otras normas en las que se excluye la supeditación de los administradores a la junta. Basta mencionar la antes citada, que, entre los deberes de lealtad de los administradores, asigna un lugar central al de actuar con independencia de criterio (art. 228.d LSC) o la que les impide que se exoneren de responsabilidad por cumplir instrucciones de la junta (art. 236.2 LSC).

d.3. En efecto, más allá del debate sobre la coherencia de nuestro Derecho desde una perspectiva tipológica, lo que se plantean son problemas de orden práctico. Nos fijamos, precisamente, en los que resultan de la norma que establece que las instrucciones de la junta o su

2002, 221, y en Rojo/Beltrán, *Comentarios LSC*, Art. 161, 1217) defendía la aplicación a la sociedad anónima por vía de analogía de la norma prevista solo para la limitada, aunque lo excluía para la sociedad cotizada o con amplia dispersión del accionariado; por ello, este aturo crítica que en 2014 el ámbito de la norma se extienda a estos casos (ESTEBAN VELASCO, «Distribución de competencias entre Junta general y el Órgano de administración», 75; también sobre el difícil encaje del art. 161 LSC en la sociedad cotizada ALONSO UREBA, «Las comisiones especializadas de supervisión y control», 934 y ss., quien, en todo caso, reserva, p. 937 y 938, el juego del citado precepto a las instrucciones relativas a la organización y funcionamiento de las comisiones internas, excluyendo, en todo caso, el de la gestión empresarial).

ratificación a los actos previos de los administradores «*en ningún caso*» exonera a estos de su responsabilidad (art. 236.2 LSC). Siempre ha generado polémica la compatibilidad de esta previsión con la impartición de instrucciones vinculantes<sup>114</sup>. Temo que, de nuevo, las dificultades para entender ambas normas provienen de la decisión legislativa de aplicar con carácter general preceptos que atendían a casos diversos y que tienen un origen y justificación diferente.

La incompatibilidad entre los dos preceptos podría resolverse (i) entendiendo que la no exoneración de responsabilidad de los administradores se desplaza por ser incompatible con la que permite a la junta impartir instrucciones de gestión; o bien (ii) cabría concluir que el art. 161 LSC solo contempla instrucciones indicativas y no vinculantes.

Como vimos, la segunda perspectiva es la del Derecho de sociedades anónimas italiano –art. 2360bis Cc it– o del alemán –§ 93 IV 1 *Aktiengesetz*–, y se entiende en el ámbito de un modelo de independencia y discrecionalidad de los administradores, que no se limita a operar frente a instrucciones privadas de los socios. Esto contrasta con lo previsto para la sociedad de responsabilidad limitada, en la que los administradores están vinculados por las instrucciones de los socios (§ 37.1 *GmbHG*), lo que excluye su responsabilidad salvo frente a los acreedores (§ 43.3 *GmbHG*). También en el Derecho de los EEUU se prohíbe a los socios (en junta o fuera de ella) dar instrucciones a los administradores<sup>115</sup>.

<sup>114</sup> PAZ-ARES, «La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo», en *indret*, octubre 2003, 55 nt. 149, proponía abolir el art. 133.3 LSA (actual 236.2 LSC) al considerarlo una norma «*de difícilísima justificación*». PAZ-ARES siete años después insiste en dar preferencia a la regla que permite impartir instrucciones (aunque en ese momento esta solo era aplicable a las sociedades de responsabilidad limitada) y entiende que «(l)a opción preferible para asegurar la coexistencia pacífica de ambas reglas consiste, a nuestro juicio, en configurarlas como reglas complementarias, lo cual lleva forzosamente a reducir el alcance de sus mandatos para hacerlos compatibles. Situados en esta nueva y más prometedora avenida, tanto la regla de sumisión a instrucciones como la regla de subsistencia de la responsabilidad no serían absolutas sino relativas» (PAZ-ARES, «Fundamentos de la prohibición de los pactos de voto para el consejo», *indret*, octubre 2010, 9; ALFARO, «¿Cuál sería una distribución racional de competencias entre la Junta y los administradores?», <https://almacenederecho.org/criterios-de-distribucion-de-competencias-entre-la-junta-y-el-consejo-de-administracion/>).

<sup>115</sup> ALFARO, «¿Cuál sería una distribución racional de competencias entre la Junta y los administradores?», <https://almacenederecho.org/criterios-de-distribucion-de-competencias-entre-la-junta-y-el-consejo-de-administracion/>.

Para el Derecho español el antecedente del actual art. 236.2 LSC era una norma (art. 133.4 LSA) que reflejaba la influencia foránea de un modelo que preservaba la autonomía y la independencia de los administradores de la sociedad anónima<sup>116</sup>. Esto sólo se atenuaba por la facultad de nombrarles o separarles sin necesidad de alegar justa causa<sup>117</sup>.

Aunque en el Derecho español se considere que la separación *ad nutum* es un principio configurador del tipo, no se cuestiona la licitud de las previsiones estatutarias que prevén fuertes indemnizaciones al administrador en caso de separación, lo que *de facto* limita la libertad de los socios para decidir sobre la permanencia en el cargo<sup>118</sup>.

La discordancia entre el Derecho de sociedades anónimas y limitadas era clara tras la LSRL de 1995 cuando para la segunda se admite expresamente que la junta imparta instrucciones a los administradores (art. 44.2 LSRL 2/1995), lo que no se contemplaba para la sociedad anónima. Pero el modelo de plena autonomía de los administradores, que subyace a la norma que les impide exonerarse de responsabilidad (ya en el art. 236.2 LSC), cobra su sentido en la sociedad anónima abierta en la que se produce la separación entre propiedad y gestión. En cambio, no es compatible con reconocer a los socios la facultad para instruir a los administradores en materia de gestión (aunque esto solo se previera para la sociedad limitada en el art. 161 LSC). Las dificultades surgen cuando la ley de limitadas remitía, en materia de responsabilidad de los administradores, al régimen de la sociedad anónima (ar. 69.1 LSRL 2/1995). Ello incluiría la norma que impedía a los administradores exonerarse de responsabilidad alegando las instrucciones recibidas. Cuando en 2011 se aprueba el TRLSC no se corrige esa discordancia.

La reforma de la LSC de 2014 agrava el problema, cuando el ámbito de aplicación del art. 161 LSC se extiende a todas las sociedades de

<sup>116</sup> QUIJANO, *La Responsabilidad civil de los administradores de la Sociedad Anónima*, 1985, 172 y ss.

<sup>117</sup> POLO, *Los administradores y el consejo de administración de la sociedad anónima*, en Uría/Menéndez/Olivencia, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, 1992, 309.

<sup>118</sup> Incluso quienes afirman que la libre separación de los administradores de su cargo es un «principio configurador» que limita la autonomía privada vetando las cláusulas estatutarias que menoscaben o se opongan, directa o indirectamente, a lo establecido en esta regla, reconocen la licitud de las previsiones estatutarias sobre indemnización del administrador sin causa (GALLEGO, en Rojo/Beltrán, *Comentario de la ley de Sociedades de Capital*, art. 223, p. 1586). Vide, no obstante, GARCÍA DE ENTERRÍA, «Los pactos de indemnización del administrador cesado», *RDM*, n° 216, 1995, 473.

capital, incluidas las sociedades anónimas y, como reflejan los trabajos previos a la reforma, a las sociedades cotizadas.

d.4. Las indicaciones realizadas en relación con la falta de correspondencia entre estas normas no permiten eludir la necesidad de proponer una interpretación que intente compatibilizar ambos preceptos. El punto de partida debe ser el carácter vinculante de los acuerdos de la junta. Las instrucciones se imparten en ejercicio de una facultad legal atribuida a los socios para que, mediante un acuerdo de junta, atraigan para sí competencias que son naturalmente de los administradores y determinen cómo debe gestionarse la sociedad. Esto, como es lógico, presupone que los administradores deberán cumplir lo que legítimamente se les ordenó. El efecto que resulta del carácter vinculante de las instrucciones solo puede ser que los administradores no respondan ante los socios cuando ejecutan acuerdos en los que estos decidieron en la gestión<sup>119</sup>.

A pesar del carácter vinculante de las instrucciones, los administradores no siempre pueden liberarse de su responsabilidad por actos ejecutados en cumplimiento de las instrucciones de la junta. Solo será así si estas instrucciones se pueden considerar vinculantes. Pero si los administradores están facultados para no seguirlas sin infringir sus deberes, no se liberan de la responsabilidad por los daños que causen, ya que la competencia permanece en su esfera de decisión sin poder eximirse de las consecuencias. A tal planteamiento lleva el mismo régimen del mandato que, a veces, faculta e incluso obliga al mandatario a rechazar las instrucciones del mandante<sup>120</sup>.

Los administradores no pueden eximirse, en primer lugar, del deber de diligencia, lo que les obliga a informar a los socios de las consecuencias perjudiciales que se podrían derivar de cumplir el acuerdo de la junta. Tampoco se pueden exonerar de la responsabilidad por los daños que causen si disponían de margen para ejecutar las instrucciones recibidas y en ejercicio de esa facultad discrecional tomaron una medida que está en el

<sup>119</sup> JUSTE, *Los derechos de la minoría*, 1995, 435 y s.; ESTEBAN VELASCO, *RdS*, n° 18, 2002, 226.

<sup>120</sup> GARRIDO, *Las instrucciones en el contrato de comisión*, 1995, 147 y ss. Para la utilidad del régimen del mandato v. JUSTE, «Algunas reflexiones sobre las instrucciones de la junta», 399 y ss.; ya lo hacía GIRÓN, *Derecho de sociedades*, 306 para instrucciones por el órgano deliberante a los administradores en una sociedad personalista. En las sociedades personalistas (y en buena medida en las sociedades de capital de carácter personalistas) los administradores son meros mandatarios carentes de autonomía o de discreción para decidir. Lo que no es posible es extender esta previsión en la sociedad anónima, donde numerosos preceptos presuponen la independencia con la que deben actuar los administradores.

origen del daño causado a la sociedad. En fin, tampoco se liberan si surgen hechos que no consideraron cuando la junta tomó su decisión<sup>121</sup>.

Por otro lado, las instrucciones tampoco son vinculantes si su objeto son actos ilícitos y, en concreto, si son contrarios a leyes imperativas<sup>122</sup> que lesionen intereses de terceros o que suponen un abuso de la minoría. El deber de diligencia obliga a los administradores a no cumplirlas y, también, a impugnar el acuerdo de la junta, para lo que siempre están legitimados (art. 206.1 LSC). Mayores dudas se suscitan cuando los administradores no impugnan y tampoco la minoría interpone la acción de impugnación, transcurriendo el plazo para ello. En este caso el acuerdo del que dimanen las instrucciones deviene inatacable<sup>123</sup>. Pero ¿deben los administradores abstenerse de cumplir esas instrucciones? La ilicitud del acuerdo no se sana por su inatacabilidad procesal. Por eso los administradores no deberían ejecutarlo, si no quieren incurrir en responsabilidad por los daños que causen a la sociedad con su conducta ilícita<sup>124</sup>.

El caso más dudoso se da cuando las instrucciones están en el origen de un quebranto patrimonial a la sociedad, pero no dañan a los socios. No es claro si la función de filtro que, en el marco del deber de diligencia, se asigna a los administradores cuando reciben instrucciones<sup>125</sup> vaya

<sup>121</sup> ESTEBAN VELASCO, «Distribución de competencias entre Junta general y el Órgano de administración», 78.

<sup>122</sup> STS 4621/2010, de 20 de julio referida a un acto ilícito imputado a los administradores, quienes no podían alegar que estaban autorizados por el acuerdo de la junta de prestar asistencia financiera para adquirir acciones de la sociedad, pues se concedió a un sujeto no exonerado de la prohibición legal de recibir esa asistencia (JUSTE, «Algunas reflexiones sobre las instrucciones de la junta», 407).

<sup>123</sup> ESTEBAN VELASCO, *RdS* n° 18, 2002, 227; GARCÍA VIDAL, *Las instrucciones de la junta general a los administradores*, 120 y ss.; GANDÍA, *La renuncia a la acción social de responsabilidad*, 219 y ss.; RECALDE, «Comentario Art. 161», p. 62 y s.; ESTEBAN VELASCO, «Distribución de competencias entre Junta general y el Órgano de administración», 79 hace referencia a la STS 5815/2012, de 25 de junio, referida a un acuerdo que contiene instrucciones lesivas, pero que no fue impugnado, en cuyo caso el cumplimiento de las instrucciones lesivas no permite exonerarse a los administradores.

<sup>124</sup> GANDÍA, *La renuncia a la acción social de responsabilidad*, 219 y ss.; y, siguiéndole, RECALDE, «Comentario Art. 161», 63.

<sup>125</sup> ESTEBAN VELASCO, *RdS* n° 18, 2002, 227; ESTEBAN VELASCO, «Distribución de competencias entre Junta general y el Órgano de administración», 79; JUSTE, «Algunas reflexiones sobre las instrucciones de la junta», 412; aparentemente también PAZARES, «Fundamentos de la prohibición de los pactos de voto para el consejo», 9: «*las instrucciones dejan de ser vinculantes cuando resulten ilegítimas (por ser contrarias a la ley, a los estatutos o al interés social)*», a cuyos efectos se les reconoce a los administradores la facultad de ejercer un juicio de legitimidad o una función de filtro. Obviamente, si esto vale para las instrucciones emanadas de la junta, nadie dis-

más allá del deber informar a los socios de los eventuales riesgos de la medida instruida<sup>126</sup>. Hacerles responder por ejecutar actos de gestión que emanan de los socios, contradice un modelo que admite la participación de estos en la gestión y el carácter imperativo de las instrucciones. El remedio contra los acuerdos de la junta es la impugnación (art. 204.1.2 LSC) y en su caso la acción de resarcimiento por daños (art. 206.1 párr. 2º LSC<sup>127</sup>), que en todo caso no se reclamaría contra la junta, sino contra los socios que promovieron y aprobaron el acuerdo.

e) Sin poder seguir con un desarrollo que quizá fuera necesario, cabe llegar a algunas **conclusiones para el derecho positivo español**. La ley acoge criterios heterogéneos, que además han ido cambiando. Junto a normas que podrían pensar en la opción por un modelo de primacía de la junta (sobre todo en las instrucciones de la junta el art. 161 LSC, pero también en la facultad de separación *ad nutum* art. 223 LSC), otras, en correspondencia con la concepción más extendida en el ámbito comparado, atribuyen competencias propias a cada órgano (art. 209 y 160 LSC), imponen la independencia de los administradores (art. 228.d LSC) y les impiden exonerarse de su responsabilidad por seguir las instrucciones (art. 236.2 LSC).

Las mayores objeciones que merece el Derecho español se plantean desde la perspectiva de la organización y de la adecuación funcional de unas reglas en la medida en que se aplican a todas las sociedades de capitales, sin atender a los tipos de la realidad. Tras la reforma de 2014 de la LSC, la generalización del ámbito de aplicación de la mayor parte del régimen sobre distribución orgánica de las competencias acentúa los fallos de un modelo que ya reflejaba influencias opuestas y contradictorias. Ahora preceptos como el artículo 161 LSC no limitan su ámbito de aplicación a la sociedad de responsabilidad limitada, como antes, al extenderlo a todas las sociedades de capital. Se generalizan también las normas que presuponen la actuación independiente y discrecional de los administradores.

cute que la misma diligencia cabe esperar de los administradores (dominicales) cuando reciben instrucciones de un accionista significativo o de la sociedad dominante. En este sentido la calificación de las instrucciones como mandato indicativo no aporta a lo que comúnmente es aceptado como obligaciones derivadas del deber de diligencia (no obstante, PAZ-ARES, «Identidad y diferencia del consejero dominical», 67 y ss.).

<sup>126</sup> GANDÍA, *La renuncia a la acción social de responsabilidad*, 220.

<sup>127</sup> MASSAGUER, «Artículo 206. Legitimación para impugnar», en Juste coord., *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, 2015, 267 y ss.

La obligación que se impone a los administradores de actuar con criterio propio frente a las instrucciones o indicaciones externas, incluyendo las de los socios, es exigencia para la gestión de las grandes corporaciones. En la sociedad anónima cotizada el desempeño por los administradores de sus funciones con autonomía y discreción es condición que les permite a los administradores modular y componer los intereses de accionistas de características diferentes y que invierten con objetivos también distintos<sup>128</sup>. Es, además, presupuesto para una gestión profesionalizada, dado que los socios carecen de los conocimientos o medios y la junta tampoco es un órgano adecuado para esta función. El deber de actuar bajo el principio de responsabilidad personal con libertad de juicio respecto de instrucciones y vinculaciones de terceros (también, de los socios) (art. 228.d LSC) busca, precisamente, satisfacer dichos fines. En este caso las instrucciones de los socios no deberían operar con un carácter imperativo<sup>129</sup>. Los administradores deben poder decidir en función de un interés social, que, aunque sea el de los accionistas, ellos concretan en consideración a los caracteres de los diferentes socios, los que buscan fines empresariales a largo plazo y los que invierten a corto plazo; los fondos de inversión tradicionales y los fondos alternativos de capital riesgo. Si los administradores actúan libremente en ejercicio de esas facultades de componer intereses no deberían exonerarse de su responsabilidad.

A los administradores también se les impone una actuación que agota o, al menos, presume el cumplimiento con diligencia del deber de gestionar la sociedad, (art. 225 LSC), siempre que concurran los presupuestos a los que se condiciona la regla de la discrecionalidad (art. 226 LSC). De igual forma, en las grandes sociedades anónimas abiertas se justifica plenamente que la ley imponga, como concreción de la gestión diligente, el deber de instaurar *«medidas precisas para la buena dirección y el con-*

<sup>128</sup> PAZ-ARES, «Identidad y diferencia del consejero dominical», 99 se refiere a la función de intermediación y composición de intereses, lo que considera *«esencial para facilitar la protección de inversiones a largo plazo de ciertos accionistas, que están en una posición muy vulnerable por carecer normalmente de la suficiente liquidez y diversificación de riesgos»*. Obviamente, el ejercicio de esta función requiere libertad de criterio e independencia, sin vinculación a las instrucciones recibidas (ESTEBAN VELASCO, «Buen gobierno, fin/interés social y responsabilidad social», 1008).

<sup>129</sup> Ciertamente el libre criterio y la independencia no deben operar *«cuando la vinculación o instrucción proviene de la totalidad de los socios»* (PAZ-ARES, «Identidad y diferencia del consejero dominical», 52), por lo que debe reconocerse *«la obligatoriedad de las instrucciones y vinculaciones omnilaterales»* (PAZ-ARES, cit., 53).

trol de la sociedad» (art. 225.2 LSC), es decir, una *compliance* formal dirigida a preservar riesgos y evitar perjuicios<sup>130</sup>. La procedimentalización de la gestión que resulta de este modelo tiene pleno sentido en sociedades con estructura compleja y fuertemente institucionalizada en las que se puede concretar *ex ante* la actuación debida. En tal caso, la conducta adecuada a dichos estándares objetivos permite presumir la diligencia<sup>131</sup>.

Estas normas tienen mucho menos sentido en sociedades cerradas. En ellas los intereses de los socios y los objetivos concretos de la gestión son homogéneos. Se fijan en el fin común identificado en el contrato. La aplicación de normas pensadas para las grandes empresas a menudo no es compatible con los intereses que los socios tratan de satisfacer con la sociedad. Y, sobre todo, no lo son en el tipo más extendido de sociedad de capital con rasgos personalistas, en el que se produce una concentración del capital de inversión y del capital humano, que están en el origen de la fuerte implicación de los propietarios en la gestión. Aquí, los socios son a menudo los administradores y, si algunos (o todos) no lo son, quieren, al menos, controlar y reservarse la facultad de imponer directrices. No existe una separación entre propiedad del capital y gestión. Por ello los socios pueden dar instrucciones a los gestores sobre cómo gestionar. La relación entre socios y administradores se explican en las normas del mandato, aunque estas se apliquen de forma subsidiaria. Por ello, los socios pueden dar instrucciones en cualquier

<sup>130</sup> FLORES, «Cumplimiento normativo, deber de diligencia y responsabilidad de administradores», 19.7.2018 en *Almacén de derecho*, <https://almacenederecho.org/cumplimiento-normativo-deber-diligencia-responsabilidad-administradores/>; para la «burocratización» de la gestión en reglas formales de *compliance* v. BIANCHI, «L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate», en Mauger a cura di., *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, 2015, 5, 7.

<sup>131</sup> No entraremos aquí en si el cumplimiento de este *standard* de conducta agota la diligencia exigible (GUERRERO TREVIANO, *El deber de diligencia de los administradores. La incorporación de los principios de la business judgement rule al ordenamiento español*, 2014, 44 y ss.; GUERRERO TREVIANO, «La protección de la discrecionalidad Cumplimiento normativo, deber de diligencia y responsabilidad de administradores en la Ley 31/2013 de 3 de diciembre», *RDM* n° 298, 2015, 161; ALFARO, «Art. 226. Protección de la discrecionalidad empresarial», en Juste coord., en, *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, 2015, 328; RONCERO, «Protección de la discrecionalidad empresarial y cumplimiento del deber de diligencia», en Roncero coord., *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, 2016, 385, 391) o si opera como presunción de diligencia que asigna a los socios la carga de probar la falta de diligencia (RECALDE, «La prueba en la regla de la discrecionalidad empresarial («Business Judgement Rule»», en *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum Rodríguez Artigas/Esteban Velasco*, I, 2017, 1051, 1071 y ss.).

ámbito, incluida la gestión ordinaria, lo que en consecuencia libera a los administradores de las consecuencias de ejecutarlas. Pero, al mismo tiempo, como los administradores están vinculados a las instrucciones e intereses de los socios, carecen de discrecionalidad o al menos caso no gozan de ella en condiciones similares a las que disfrutaban de los administradores de las sociedades abiertas.

A lo más se podría reclamar una actuación orgánica en relación con las instrucciones, por vía de exigir que estas se emitan a través de acuerdos tomados en junta (art. 161 LSC). Pero esto tampoco se justifica, cuando lo que conviene es facilitar a los socios la posibilidad de adoptar acuerdos sin junta, como ocurría con el régimen de la sociedad de responsabilidad limitada de la Ley de 1953 y es habitual en otros ordenamientos.

En las sociedades cerradas la diligencia exigible a los administradores no se puede concretar en una actuación estandarizada ni protocolizarse. El deber de crear procedimientos que aseguren la buena dirección y el control de la sociedad (art. 225.1 LSC) o el cumplimiento de conductas estándar, como condición para aplicar la regla de la discrecionalidad empresarial y presumir la diligencia (art. 226.1 LSC) comporta costes de funcionamiento y supone una burocratización que es insoportable para las pequeñas empresas. La diligencia desempeñada solo se puede verificar caso a caso.

## 5. CONCLUSIONES FINALES

De lo dicho hasta aquí se desprende que no existe una ley natural de la que resulte un criterio único en relación con la atribución de las competencias de gestión a los órganos de la sociedad. Y, sobre todo, no hay un criterio que sirva para todas las sociedades de capital y cualquiera de los tipos reales de sociedades. En esta materia *«hay que huir de apriorismos dogmáticos o preconcepciones relativas a la soberanía de la junta o a una distribución en exclusiva de competencias. Lo que hay que hacer es atenerse a criterios de política jurídica y funcionales de cada legislador en relación con cada tipo societario y en cada momento histórico»* (énfasis nuestro)<sup>132</sup>.

Las relaciones entre los órganos de las sociedades de capital y la participación de los socios en la gestión de la sociedad no se definen con

<sup>132</sup> ESTEBAN VELASCO, «Distribución de competencias entre Junta general y el Órgano de administración», 32.

carácter general. Conviven en la ley normas que se inspiran en modelos y situaciones diferentes e incluso incompatibles. Sin embargo, el régimen legal tiene un ámbito de aplicación, que se extiende a todas las sociedades y tipos de la realidad<sup>133</sup>.

La independencia de los administradores, la ilimitación de responsabilidad por cumplir instrucciones de la junta, el deber de adoptar medidas dirigidas a asegurar la buena dirección y el control de la sociedad o la presunción de diligencia en caso de una actuación estandarizada, cobran sentido en la sociedad cotizada o abierta.

Esas normas no son adecuadas, en cambio, para una sociedad cerrada de base contractual. La generalización del régimen que regula relaciones entre los órganos y su aplicación uniforme a la sociedad anónima (incluida la cotizada) y a la sociedad de responsabilidad limitada distorsiona el sentido de esta última, al configurarla como una sociedad de capital rígida y poco funcional, y le impide responder a las necesidades de las pequeñas empresas de carácter contractual.

Aunque el modelo legal esté mal diseñado, la configuración legal de la SRL como una forma societaria polivalente permitiría corregir algunas deficiencias en el ejercicio de la autonomía privada. Sin embargo, la misma ley limita esa vía como consecuencia, de nuevo, de la generalización de otra norma: en este caso la que prevé que los «principios configuradores del tipo» limitan la autonomía estatutaria. Desde 2011 dicho límite ya no opera solo para la sociedad anónima (como ocurría tras las reformas de 1989 y 1996), sino que se extiende su ámbito a la sociedad limitada, en una decisión del gobierno que excedió de la que permitían la competencia para refundir textos legales que regulaban ambas formas societarias. Ello redundó en la reiterada invocación por registradores y la DGRN de esos principios configuradores del tipo para limitar la autonomía privada<sup>134</sup> en la sociedad de responsabilidad limitada. Los inconvenientes del modelo provienen, en parte, de una interpretación inadecuada del régimen por quienes aplican las normas. Pero esos déficits también podrían identificarse en un diseño legal imputable a ese anónimo «legislador», que siempre permite diluir el reproche a los múltiples problemas y defectos de nuestro Derecho de sociedades.

<sup>133</sup> ESTEBAN VELASCO, «Distribución de competencias entre Junta general y el Órgano de administración», 32.

<sup>134</sup> Para una certera crítica a esta actitud restrictiva de la calificación registral mercantil v la conferencia el año pasado en este mismo ciclo de ALFARO, «Los acuerdos irregulares y la ideología hipotecarista en calificación registral mercantil», *Anales Academia Matritense del Notariado*, T. LVIII, 2018, 239 y ss.