

InDret

*La responsabilidad de los administradores como
instrumento de gobierno corporativo*

Cándido Paz-Ares
Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad Autónoma de Madrid

Working Paper n°: 162
Barcelona, octubre de 2003

www.indret.com

Sumario

1. **Introducción**
 - 1.1. **La responsabilidad de los administradores en el debate sobre el gobierno corporativo**
 - 1.2. **Hipótesis de partida: la necesidad de diversificar el régimen de responsabilidad de los administradores**
 - 1.3. **Justificación de la diversificación del régimen de responsabilidad**
2. **Bases de la responsabilidad por deslealtad**
 - 2.1. **Defensa de una política de severidad con las infracciones del deber de lealtad**
 - 2.2. **Criterios para la tipificación de las conductas desleales**
 - 2.3. **Extensión subjetiva de la responsabilidad por infracción del deber de lealtad**
 - 2.4. **Facilitación de la exigencia de responsabilidad en materia de deber de lealtad**
 - 2.5. **Reforzamiento del sistema de sanciones**
3. **Bases para el tratamiento de la negligencia**
 - 3.1. **En favor de una política de indulgencia con las infracciones del deber de diligencia**
 - 3.2. **Discrecionalidad de las decisiones empresariales: un espacio de inmunidad**
 - 3.3. **Moderación del alcance subjetivo de la responsabilidad por negligencia**
 - 3.4. **Necesidad de contener la litigación en materia de responsabilidad por negligencia**
 - 3.5. **Remedios para paliar las sanciones excesivas (y un alegato a favor de la libertad contractual)**
4. **La reforma en marcha: problemas y soluciones**
 - 4.1. **Luces y sombras del *Proyecto de Ley de Transparencia***
 - 4.2. **Las imperfecciones en la especificación de los deberes de lealtad acometida por el *Proyecto de Ley de Transparencia***
 - 4.3. **Otros aspectos manifiestamente mejorables del *Proyecto de Ley de Transparencia***
 - 4.4. **Recapitulación: una propuesta alternativa de reforma de la Ley de Sociedades Anónimas**

1. Introducción

1.1. La responsabilidad de los administradores en el debate sobre el gobierno corporativo

Cualquier sistema de gobierno corporativo está compuesto por un conjunto heterogéneo de instrumentos de salvaguardia y supervisión cuya finalidad es alinear los incentivos de los *insiders* (el equipo directivo y, en su caso, el grupo de control) y los intereses de los *outsiders* (los accionistas minoritarios). Los que a renglón seguido se enumeran son seguramente los más importantes, aunque su eficacia relativa depende del contexto institucional de cada mercado: (i) la constitución de un consejo de administración con alta capacidad de supervisión de la instancia ejecutiva de la compañía; (ii) el establecimiento de un sistema de opas y de mecanismos de lucha para la obtención de delegaciones de votos, que faciliten la competencia por el control; (iii) el diseño de sistemas de remuneración y contratos de incentivos capaces de reconciliar los intereses de los *managers* y los intereses de los inversores; (iv) la concentración parcial de la propiedad y la centralización del control en manos de uno o varios accionistas de referencia con incentivos suficientes para vigilar al *management*; (v) el reposicionamiento de los inversores institucionales como fuerzas proactivas en los foros de accionistas; y (vi) la implantación de un sistema efectivo de responsabilidad de los administradores con una adecuada definición de sus deberes fiduciarios.

Los dos primeros instrumentos -consejos y opas- acapararon la atención del movimiento de *corporate governance* durante su etapa inicial de desarrollo. Los dos siguientes -los contratos de incentivos y, sobre todo, los bloques de control- se incorporan a la agenda en un momento intermedio; es cuando el movimiento sale de su órbita anglosajona originaria y se generaliza al resto de los mercados, la mayoría de los cuales exhibe tasas elevadas de concentración de propiedad. Los dos últimos -activismo de los fondos y deberes fiduciarios- son las estrellas en el debate de última generación, aunque seguramente con protagonismos repartidos: el primero, en la escena anglosajona y el segundo, en el resto del mundo¹. Nadie debería sorprenderse por ello. En la mayoría de los países, la concentración de capital determina, no sólo una menor eficacia disciplinar de las opas y una menor confianza en la independencia de los consejos (normalmente muy mediatizados por los accionistas de referencia), sino también una menor urgencia en llenar el “vacío de propiedad” mediante la

¹ Este planteamiento, no hace falta decirlo, es producto de una enorme simplificación. La participación de los inversores institucionales en las juntas generales constituye también una preocupación en los países no anglosajones. Sin ir más lejos, en nuestro propio ámbito doméstico, ofrece una buena prueba de ello la reforma del régimen de las instituciones de inversión colectiva que actualmente está tramitándose en las Cortes. La norma que interesa recordar está contenida en el apartado d) del art. 46 del *Proyecto de Ley 621/000140, de Instituciones de Inversión Colectiva* (texto remitido al Senado por el Congreso de los Diputados), publicado en *Boletín Oficial de las Cortes Generales*, Senado, VII Legislatura, Serie II, Proyectos de Ley, (3-VII-2003), p. 28, que dice así: “En relación con los fondos gestionados, reglamentariamente se establecerán aquellos supuestos en los que, en atención a la relevancia cuantitativa y al carácter estable de la participación del fondo en el capital de una sociedad, la sociedad gestora estará obligada a ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo en beneficio exclusivo de los partícipes, especialmente el derecho de asistencia y voto en las Juntas Generales. En todo caso, las sociedades gestoras deberán informar a los partícipes de su política en relación al ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores que integren la cartera del fondo, justificando bien el no ejercicio del derecho de voto o bien el sentido del mismo. Asimismo, deberán dejar constancia de dicha política en los documentos informativos que se determinen”.

implicación de los inversores institucionales². El énfasis se desplaza así hacia los mecanismos legales de protección de los inversores y, específicamente, hacia la cuestión de los deberes fiduciarios y la responsabilidad de los administradores³. Sobre ella quisiera centrar la atención en las páginas que siguen. En el ámbito doméstico, el momento parece especialmente apropiado. Hace escasos meses se publicó el *Informe Aldama*, que dedica el grueso de sus recomendaciones a esta materia. Y en la actualidad se tramita en las Cortes el *Proyecto de Ley de Transparencia*, uno de cuyos objetivos primordiales es la reforma del régimen de responsabilidad de los administradores contenido en la Ley de Sociedades Anónimas⁴. Con aquellos antecedentes y en este contexto, mi propósito es delinear, aunque sea con trazos muy gruesos, un *modelo de regulación de la responsabilidad de los administradores* apto para mejorar la calidad del sistema español de gobierno corporativo. Una vez armado el modelo, lo utilizaré como rasero para evaluar la normativa proyectada (v. *infra* §§ 14-16) y, llegado el caso, como base o apoyo para formular propuestas alternativas (v. *infra* § 17)⁵.

1.2. Hipótesis de partida: la necesidad de diversificar del régimen de responsabilidad de los administradores

Las iniciativas mencionadas son un indicio de que la situación actual no es satisfactoria. La general complacencia con que fue acogida la reforma de 1989, motivada por el mayor rigor que introdujo respecto del régimen previgente, comienza, en efecto, a resquebrajarse. Entre los tratadistas hay cada vez más voces críticas⁶ e incluso vemos a algunos líderes de opinión lanzar proclamas sobre la necesidad de reparar las “imperfecciones” de los arts. 127 y 133-135 LSA⁷. Lo que no está tan claro, sin embargo, es el trazado que debe seguir la reforma, y no lo está -ésta es al menos la percepción de quien escribe- porque falta una identificación precisa de la raíz del problema, una visión articulada de los males que aquejan a la normativa actual. Ésta es la primera incógnita a despejar.

Aun a riesgo de incurrir en simplificaciones excesivas, me atrevo a decir que buena parte de los males, sino todos, traen causa de la voluntad de *tratamiento unitario de la responsabilidad de los administradores* que ha presidido la elaboración y la interpretación de la normativa correspondiente en nuestra tradición jurídica. Mi conjetura, en efecto, es que aquella voluntad de unidad u

² Tomo la expresión de *The Economist*, “A Survey of Capitalism and Democracy”, suplemento del número 8330 (28-VI-2003), pp. 8-14.

³ Es revelador en este sentido que el proyecto más ambicioso que se está llevando a cabo en la actualidad, dirigido por el Profesor FLORENCIO LÓPEZ DE SILANES, bajo los auspicios del Banco Mundial y con la colaboración de la organización internacional de abogados *Lex Mundi*, se centre precisamente sobre este punto.

⁴ En todo caso, es de justicia reconocer que el *Informe Olivencia* dio un paso fundamental en esta dirección al llamar la atención sobre la trascendencia de los deberes fiduciarios de los administradores y accionistas significativos dentro de nuestro sistema de gobierno corporativo. Es cierto que sus indicaciones -confinadas, como estaban, dentro del ámbito de la autorregulación-, han resultado insuficientes. Era necesaria una intervención legislativa que subsanase las notables imperfecciones que presenta la Ley de Sociedades Anónimas en este punto. La *Comisión Aldama* se decidió finalmente a “coger el toro por los cuernos” y, por ello, dirigió sus recomendaciones al legislador, que -como hemos indicado- aceptó de inmediato el envite.

⁵ Las ideas fundamentales de este estudio se presentaron en *The Third Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable* organizada por el Banco Mundial y celebradas en la Ciudad de México en abril de 2002.

⁶ V., por ejemplo J. QUIJANO, “La responsabilidad de los consejeros” en G. ESTEBAN VELASCO (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid 1999, pp. 551-553.

⁷ Puede servir de muestra el editorial de *Expansión* de 5-VII-2000, p. 4.

homogeneidad es la culpable tanto de los excesos como de los defectos de que adolece la legislación en vigor. Precisamente por ello, nuestro razonamiento arranca de la necesidad de diferenciar o diversificar el régimen de responsabilidad en función de la distinta naturaleza de los deberes objeto de infracción. No pueden meterse dentro del mismo saco la regulación de los “actos de gestión indebida” y la regulación de los “actos de apropiación indebida”, cuyas lógicas económicas -como veremos enseguida- son muy distintas. Y esto nos obliga a separar nítidamente la *vertiente tecnológica* (relativa a la producción de valor) y la *vertiente deontológica* (relativa a la distribución de valor) en que se descompone toda la actividad de gobierno de una empresa y, a partir de ahí, elevar a categoría la distinción entre *el deber de cuidado* y *el deber de lealtad*. El deber de cuidado -el deber de diligencia del “ordenado empresario”- exige que los administradores inviertan una determinada cantidad de tiempo y esfuerzo y desplieguen un cierto nivel de pericia en la gestión o supervisión de la empresa a fin de maximizar la producción de valor. El deber de lealtad -el deber de proceder como un “representante leal”- requiere que los administradores antepongan los intereses de los accionistas a los suyos propios al objeto de minimizar la redistribución del valor creado. Los administradores quedan sujetos así a dos imperativos fundamentales: *maximizar la producción de valor y minimizar la redistribución de valor*.

Partiendo de estas sencillas distinciones, de gran relieve desde el punto de vista del gobierno corporativo, pero frecuentemente pasadas por alto en las discusiones más convencionales, sale el criterio directriz que, a nuestro juicio, debe de presidir el tratamiento normativo de la materia. Dicho criterio puede formularse así: *el régimen de responsabilidad de los administradores ha de configurarse de modo que sea tan severo con las infracciones del deber de lealtad como indulgente con las infracciones del deber de diligencia*. Nuestra propuesta se sustancia, en definitiva, en una política de abstención con la negligencia y en una política de intervención con la infidelidad. El *Informe Aldama* no ha hecho explícito un modelo de regulación de esta índole, pero -como tendremos ocasión de comprobar- se orienta con suficiente claridad en esta línea.

1.3. Justificación de la diversificación del régimen de responsabilidad

Las razones que avalan o dan soporte a la estrategia de severidad/indulgencia propuesta se fundan en una evaluación comparativa de la responsabilidad por infracción de los deberes de lealtad y de la responsabilidad por infracción de los deberes de diligencia en tres planos: (i) en el plano de los incentivos para el incumplimiento; (ii) en el plano de la sustituibilidad de los mecanismos de gobierno; y (iii) en el plano de la incertidumbre sobre la valoración jurídica de la conducta de los administradores. A continuación se examinan los factores relevantes en cada plano.

a) El primer factor a considerar viene dado por *el grado de alineamiento natural de los incentivos de los administradores con los intereses de los accionistas*⁸. Allí donde el alineamiento es mayor, habrá menos

⁸ El “alineamiento natural” a que nos referimos en el texto es el alineamiento oculto o subyacente, es decir, el alineamiento que existe con independencia de los mecanismos de *enforcement* de los contratos o -dicho de otra forma- que existiría en la hipótesis de que el incumplimiento contractual no tuviese ninguna sanción, sea ésta moral, social o jurídica. Precisamente por ello, se define en función del interés que el propio deudor tenga en el cumplimiento. En un mundo sin sanciones, las obligaciones sólo se cumplen si el deudor obtiene algún rendimiento de ello (para el

probabilidad de incumplimiento y, por ende, estará justificada una política de indulgencia. Y viceversa: allí donde el alineamiento es menor, se incrementará la probabilidad de incumplimiento y procederá aplicar una política de severidad. Pues bien, como fácilmente se comprende, la magnitud de esta variable es muy distinta en el ámbito de la deslealtad y en el ámbito de la negligencia. El deber de lealtad obliga al administrador a no desviar valor de la esfera social a la esfera personal y, por tanto, excluye por definición la posibilidad de cualquier forma de alineamiento natural de intereses. El incumplimiento sólo depara al administrador beneficio (a mayor incumplimiento, mayor beneficio); no le impone ningún coste, pues es un juego meramente redistributivo (lo que se lleva una parte lo pierde la otra); en definitiva, un juego de suma cero. Las cosas se presentan de manera muy distinta en el terreno de la negligencia, y no tanto -o no sólo- porque normalmente procura un beneficio menor (la omisión de la diligencia debida se traduce en un ahorro de atención y esfuerzo, no en la obtención de un rendimiento patrimonial directo⁹), cuanto porque el propio administrador ha de pechar con una parte de sus costes (si la empresa va mal, acabará perdiendo su fuente de ingresos; si no gestiona, pierde la oportunidad de mandar, etc.). El juego es ahora de suma positiva y, en esa medida, ambas partes pueden sacar provecho de la cooperación. Una y otra tienen, en definitiva, un interés común en ver prosperar los negocios¹⁰.

b) El segundo factor a tener en cuenta a la hora de ponderar el rigor del régimen de responsabilidad es el *grado de sustituibilidad de las reglas de responsabilidad como mecanismos de gobierno*. Para percatarnos de ello conviene recordar que entre las salvaguardias jurídicas (reglas de responsabilidad) y las salvaguardias de mercado (incentivos económicos) existe una relación de sustituibilidad y que, por tanto, las partes tendrán menor interés en recurrir a las salvaguardias jurídicas -y a los costes que inevitablemente comportan- cuando el mercado provea gratuitamente otro tipo de salvaguardias. En consecuencia, cuando la sociedad disponga de otros mecanismos de gobierno suficientemente eficaces para alinear los incentivos de las partes y reducir los costes de agencia estará indicada una política de indulgencia. En caso contrario, cuando las fuerzas del mercado no provean mecanismos alternativos de disciplina, resultará aconsejable una política de severidad.

Analizando la cuestión bajo esta perspectiva, observamos nuevamente una diferencia sustancial entre las conductas desleales y las conductas negligentes. Por lo general, las fuerzas del mercado reducen la necesidad de acudir al sistema jurídico para constreñir la negligencia de los administradores. Esto es particularmente cierto en el ámbito de las sociedades cotizadas por varias razones: (i) porque se hallan en constante necesidad de recurrir a los mercados para captar nuevos fondos, lo cual determina que los administradores queden sujetos a efectos reputacionales muy

desarrollo de estas ideas y su inserción en la teoría de la contratación, me permito reenviar a C. PAZ-ARES, "La terminación de los contratos de distribución", *Revista de Derecho Mercantil* 223 (1997), pp. 7 ss., esp. 17-20).

⁹ Si el objetivo fuera éste, estaríamos ya en el campo de la actividad desleal.

¹⁰ RICHARD POSNER lo ha explicado en términos inmejorables: "The danger of mismanagement (negligence) is less serious than the danger that the managers will not deal fairly with the shareholders (disloyalty). Mismanagement is not in the managers' self-interest; it is in fact very much contrary to their self-interest, as it will lead eventually to the bankruptcy of the firm (and of the managers' future employment prospects), as a result of the competition of better managed rivals. Although managers thus have a strong incentive to manage the firm well or, if they are unable to manage it well themselves, to sell their offices to those who can, their incentive to deal fairly with shareholders (meaning maximizing the per-share value of the corporation's stock) is weaker" (R. A. Posner, *Economic Analysis of Law*, 5ª ed., New York 1998, p. 452).

intensos (“transacciones repetidas”); (ii) porque reclaman de los administradores elevadas “inversiones específicas” -es decir, inversiones que no pueden ser recuperadas ni aprovechadas alternativamente en caso de revocación-, de las que surge una corriente de cuasirrentas que opera como prenda o garantía del cumplimiento; y (iii) porque viven bajo el escrutinio permanente de mercados altamente eficientes desde el punto de vista informativo (mercado bursátil, mercado del control, mercado de los altos ejecutivos, etc.). En las sociedades no cotizadas, los incentivos para actuar diligentemente se hallan básicamente en el menor grado de separación que presentan entre propiedad y gestión. El hecho de que los administradores sean propietarios de una porción significativa de la empresa les proporciona un incentivo natural de enorme potencia para realizar sus cometidos con los niveles de atención y esfuerzo debidos.

Las sociedades no disponen, en cambio, de mecanismos alternativos a las reglas de responsabilidad que resulten igualmente efectivos para prevenir las conductas desleales. En primer lugar, porque los administradores, por la cuenta que les trae, se guardan mucho de que no alcancen visibilidad¹¹. El prototipo de la conducta desleal es la “transacción interesada”, de la que el administrador extrae ventajas excesivas y, siendo así, es natural que trate de disimularse o enmascararse -objetivamente (mediante estructuras complejas y operaciones dotadas de un propósito empresarial plausible) y subjetivamente (mediante interposición de otras personas o entidades)-, para alejarlas del escrutinio público¹². Los actos de negligencia, al menos en el ámbito de las decisiones de negocio, resultan mucho más visibles. En segundo lugar, porque las violaciones del deber de lealtad suelen prodigarse en momentos terminales de las relaciones de los administradores con la sociedad, y en esos momentos la disciplina que procuran las fuerzas del mercado está muy debilitada. El único remedio eficaz contra las actividades de esta naturaleza -los llamados “pelotazos” en nuestra jerga financiera- es la responsabilidad ante los tribunales. Y en tercer término, porque en el terreno del deber de lealtad, la propiedad por parte de los administradores de una parte sustancial del capital de la empresa no ayuda en absoluto a prevenir el fraude; antes bien, lo facilita al ofrecer un nuevo parapeto frente a la posibilidad de revocación (quien no siente amenazada su posición de preeminencia por poseer un paquete importante de acciones, tiende a sentirse más seguro o arropado a la hora de extraer ventajas personales con cargo a la sociedad y, por tanto, con cargo al patrimonio de los accionistas de la minoría)¹³. El hecho contrastado de que la tasa de expropiación de los accionistas minoritarios sea mayor en los mercados con propiedad concentrada que en los mercados con propiedad difusa corrobora esta hipótesis¹⁴.

¹¹ Para el desarrollo de este punto v. K.E. SCOTT, “The Role of Preconceptions in Policy Analysis in Law”, *Cornell Law Review* 71 (1986), pp. 301-302.

¹² Son muy elocuentes los casos -todos ellos tomados de la jurisprudencia de los países de la Europa del sur- con que ejemplifican las prácticas de extracción de beneficios privados S. JOHNSON, R. LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES y A. SHLEIFER, “Tunnelling”, *American Economic Review*, 90 (2000), pp. 22 ss.

¹³ El lector curioso encontrará una excelente descripción literaria de este fenómeno en el libro de L.D. BRANDEIS, *El dinero de los demás*, trad. esp., Barcelona 1994, pp. 42 ss.

¹⁴ El lector interesado en profundizar en estas cuestiones dispone hoy de una bibliografía amplísima y, en el curso de estas páginas, tendremos ocasión de aludir a algunas de las contribuciones más significativas. No obstante y con carácter general, es preciso reenviar a los estudios pioneros de A. SHLEIFER y R. W. VISHNY, “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy* 94 (1986), pp. 461 ss.; A. SHLEIFER y R. W. VISHNY, “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 52 (1997), pp. 737 ss.; y R. LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES y A. SHLEIFER, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106 (1998), pp. 1113 ss.

c) El tercer factor a tener en cuenta para determinar el nivel óptimo de rigor del régimen de responsabilidad de los administradores es *el grado de incertidumbre jurídica a que están sujetas sus decisiones*. Éste es, sin vacilación alguna, el factor decisivo. La incertidumbre se produce cuando los administradores no pueden anticipar con seguridad cuáles serán las consecuencias jurídicas de sus decisiones¹⁵. Las causas que la provocan son las siguientes: (i) la ambigüedad o genericidad del mandato legal (errores del juez en la determinación del nivel de corrección); (ii) las dificultades de prueba (errores del juez en la verificación de un determinado nivel de corrección); y (iii) las deficiencias cognitivas del propio agente (errores del administrador en la determinación del nivel de corrección). El nivel de incertidumbre determina el riesgo de error al que se ven sometidos los agentes (es decir, el riesgo de incurrir en responsabilidad por actos que ellos no consideraron incorrectos cuando los acordaron o realizaron) y este riesgo, a su vez, origina el problema de la *overcompliance* o “sobrecumplimiento” que económicamente puede ser muy relevante: quien anticipa la posibilidad de error del juez, extremará el celo adoptando precauciones por encima de las legalmente exigibles. La política de indulgencia estará, pues, indicada cuando el riesgo de error sea relevante y los costes del “sobrecumplimiento” elevados. La política de severidad, cuando el riesgo de error sea despreciable y los costes del sobrecumplimiento escasos.

Desde el punto de vista del riesgo de error, la responsabilidad por negligencia y la responsabilidad por deslealtad presentan también diferencias notables. En principio, resulta intuitivamente evidente que las conductas desleales apenas entrañan riesgo de error para los administradores, puesto que es baja la probabilidad: (i) de que el administrador se equivoque en el juicio; tratándose de operaciones que se descualifican precisamente por la extracción excesiva de ventajas personales, todo el mundo sabe dónde están los límites; (ii) de que el juez yerre al valorar el caso, pues, a diferencia de lo que ocurre con el juicio de negligencia -que entraña una valoración técnico-económica compleja-, el juicio de lealtad es de orden moral o deontológico, y para ello están bien preparados los jueces¹⁶; y (iii) de que el administrador tenga dificultades de prueba, al menos si está establecido un protocolo o procedimiento formal homologado para la aprobación de las transacciones potencialmente conflictivas. En cambio, las conductas negligentes plantean serios problemas de error. Nos referimos fundamentalmente a aquéllas que se adoptan en el ámbito de la gestión empresarial. El riesgo procede de la escasa pericia de los jueces en este ámbito y de la inexistencia de una *lex artis* consolidada que permita suplir la impericia con el recurso a expertos. Esto hace que la probabilidad de que lleguen a equipararse o confundirse los malos resultados económicos y las faltas de diligencia sea considerablemente elevada¹⁷. Los problemas con que se enfrentan los tribunales se ven agravados, además, por lo que los estadísticos denominan “sesgo de selección” (puesto que la mayoría de los pleitos siguen a resultados pobres, los tribunales tienden a asumir que son producto

¹⁵ Sobre el tema resulta inexcusable la referencia a J.E. CALFEE y R. CRASWELL, “Some Effects of Uncertainty on Compliance with Legal Standards” *Virginia Law Review* 70 (1984), pp. 965 ss; se cita por la versión publicada en S. Levmore (ed.), *Foundations of Tort Law*, New York-Oxford 1995, p. 89 ss.; v. también S. SHAVELL, *Economic Analysis of Accident Law*, London 1997, pp. 79 ss.

¹⁶ H. DEMSETZ, “A Commentary on Liability Rules and the Derivate Suit in Corporate Law”, *Cornell Law Review* 71 (1986), p. 356.

¹⁷ Para un análisis más detallado, v. B. CHAPMAN “Corporate Tort Liability and the Problem of Overcompliance”, *Southern California Law Review* 69 (1996), pp. 1679 ss. El tratamiento tiene interés porque pone de relieve los quebrantos que produce la *overcompliance* no sólo desde el punto de vista económico (eficiencia), sino también desde el punto de vista moral (justicia conmutativa).

de infracciones del deber de cuidado) y por lo que los economistas de la conducta llaman “sesgo retrospectivo”, en virtud del cual, a toro pasado, una vez que se ha producido el “desastre”, tendemos a pensar que ya sabíamos lo que iba a ocurrir. Este sesgo -como recordaba hace poco Manuel Conthe-, con frecuencia “transforma en culpabilidad y negligencia lo que sólo fue infortunio”¹⁸. El incremento del riesgo de error genera costes para las empresas bajo una doble perspectiva: de un lado, incrementa el *coste del capital gerencial* y, de otro, incrementa el *coste de gestión del riesgo*.

Es manifiesto que si los administradores quedan expuestos a un riesgo que ellos no pueden controlar, elevarán sus demandas retributivas. El coste, al final, lo soportará la sociedad. Pero el coste no radica sólo en la escalada de la retribución; en muchas ocasiones, estará también en la imposibilidad de reclutar a administradores con talento debido precisamente a las dificultades de estructurar una retribución adecuada. La literatura económica ha puesto de relieve los obstáculos que existen para compensar a los directivos por riesgos de responsabilidad asociados a su trabajo a causa de la enorme dificultad de vigilar y evaluar su desempeño¹⁹.

Bajo la óptica de la gestión del riesgo, el problema es aún mayor, dadas las diferentes actitudes frente al riesgo de accionistas y administradores. En términos generales, los administradores sufren más aversión al riesgo que los accionistas puesto que buena parte de su capital humano es específico a la empresa (es decir, no puede ser empleado o reutilizado en otra ocupación alternativa) y, consiguientemente, no puede ser diversificado. Esto no sucede -o no sucede tanto- con los accionistas y, mucho menos, con los accionistas de las sociedades cotizadas, que pueden diversificar sus carteras de inversión hasta llegar a ser neutrales al riesgo. En esta situación, resulta altamente ineficiente cargar sobre las espaldas de los administradores un riesgo que pueden manejar mejor los accionistas.

Desde el punto de vista de los costes del “sobrecumplimiento”, las diferencias entre la negligencia y la deslealtad resultan asimismo críticas. El problema del “sobrecumplimiento” reside, como hemos adelantado ya, en la prevención de conducta legítima que ocasiona y en el valor que dicha conducta podría tener alternativamente para la sociedad. Pues bien, la intuición común nos indica que, por muy riguroso que sea un régimen de responsabilidad por infracción del deber de lealtad, difícilmente puede causar trastornos relevantes. Ciertamente puede retraer a los administradores de realizar algunas transacciones vinculadas potencialmente beneficiosas para la compañía, pero este riesgo de lucro cesante ni es importante (al menos a simple vista no parece que pueda afectar de manera recurrente a las cuentas de explotación de las empresas) ni es inevitable (la experiencia enseña, en efecto, pueden combinarse sin dificultad normas de responsabilidad rigurosas y procedimientos de dispensa)²⁰. En cambio, el problema se plantea con toda su crudeza en el terreno de la responsabilidad por negligencia, donde el rigor de la normativa aplicable es susceptible de introducir graves perturbaciones en la marcha de la empresa, y ello bajo dos aspectos estrechamente

¹⁸ *Expansión*, 31-XII-2002, p. 46.

¹⁹ V., por ej., D.W. DIAMOND y R.E. VERRECCHIA, “Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Securities Prices”, *Journal of Finance* 37 (1982), pp. 275 ss.

²⁰V. *infra* § 5 c).

relacionados entre sí: “conservadurismo” en la gestión y “murallas de papel”. El fenómeno del “conservadurismo”, producto de la aversión al riesgo, determina que los administradores planifiquen las estrategias empresariales con un nivel de riesgo inferior al que convendría a los accionistas (no se olvide que éstos, en la medida en que tengan diversificadas sus carteras, son neutrales al riesgo). La teoría contractual de la empresa ha puesto de relieve la gravedad de esta inercia conservadora, que empuja a los administradores a renunciar a proyectos de inversión altamente rentables (aunque tengan una gran varianza) y a promover proyectos de inversión poco rentables (aunque sean aptos para diversificar los negocios y reducir el riesgo de empresa)²¹. Pues bien, el problema de una disciplina rigurosa es que, en lugar de mitigar este problema, ya de por sí grave, lo exacerba. Los administradores estarán aún menos dispuestos a emprender negocios arriesgados y se sentirán aún más inclinados a seguir estrategias de diversificación (“conglomerados”, “construcción de imperios”, etc.) de lo que lo estarían bajo un régimen de responsabilidad más benigno²². No hace falta decir que estos incentivos perversos no afectan sólo a los planes industriales. También afectan a la propia organización interna de la empresa. Un régimen estricto de la responsabilidad por negligencia constituye una rémora para la innovación o adopción de sistemas de gestión, información y control que escapen a los estándares establecidos²³.

El riesgo de error y la aversión al riesgo provocan también una forma de precaución altamente ineficiente. Me refiero al fenómeno de las “murallas de papel”. Las reglas de responsabilidad rigurosas conducen, en efecto, a rodear de barreras defensivas cualquier operación, a “amurallarla” con toda clase de papeles, dictámenes y opiniones de expertos (certificaciones de auditores sobre la exactitud de estados financieros; opiniones de bancos de negocios sobre la valoración de activos y proyectos; análisis de ingenieros sobre costes de producción; informes jurídicos de toda clase, etc.)²⁴. Es natural que sea así: cuando percibimos el riesgo de salir malparados, todos tendemos a cubrimos. Los efectos de este tipo de cautelas no son, sin embargo, inocuos. A menudo, provocan un dispendio poco productivo de los recursos de la sociedad, tanto en términos de tiempo gerencial como de dinero de caja²⁵. El perjudicado, a la postre, es el propio accionista, cuyo interés pretende protegerse mediante el endurecimiento del régimen de responsabilidad.

²¹ Como es natural, el accionista está interesado en diversificar riesgos. No obstante, prefiere hacerlo él (dentro de su cartera) a que lo hagan los administradores (dentro de la empresa).

²² Hace un par de años *Unilever* demandó *Merrill Lynch*, a quien había confiado la administración de su fondo de pensiones, como consecuencia de las malas inversiones realizadas y de los escasos rendimientos del fondo. *Merrill* se defendía alegando que no había garantizado ningún suelo. El asunto generó mucho revuelo en Inglaterra. Las predicciones de los gestores de fondo para el futuro se volvieron así muy pesimistas: “the fear... of being sued - concluía la noticia del *Economist*, 20-X-2001, p. 81-, will force more “active” fund managers to mirror indices or to invest, with little imagination, only in the biggest companies. Without the unconventional or contrarian bets that account for outperformance, there will soon be little to distinguish active managers from the index-trackers” (sobre el problema, en general, v. R.H. KRAAKMAN, “Corporate Liability Strategies and the Cost of Legal Controls”, *Yale Law Review* 93 (1984), pp. 865 ss.).

²³ Sobre este último aspecto resultan muy ilustrativas las observaciones de G. SPINDLER, “Unternehmensorganisationsrecht als Beitrag zur zivilrechtlichen Risikoregulierung” en D. HART (ed.), *Privarecht im ‘Risikostaat’*, Baden-Baden 1997, pp. 99-101).

²⁴ Resulta curioso a este respecto el estudio de H.M. BOWERS “Fairness Opinions and the Business Judgment Rule. An Empirical Investigation of Target Firms’ Use of Fairness Opinions”, *Northwestern University Law Review* 96 (2002), pp. 426 ss.

²⁵ La asimetría entre la negligencia y la deslealtad es también aquí obvia: normalmente la intervención de terceros tiene en el primer caso una función de protección del agente (el administrador) y en el segundo -piénsese, por

2. Bases de la responsabilidad por deslealtad

2.1. Defensa de una política de severidad con las infracciones del deber de lealtad

Es sabido que en los sistemas jurídicos continentales y, desde luego, en el nuestro, el legislador se ha mostrado ausente y hasta tolerante con las llamadas “transacciones interesadas” y demás prácticas dudosas desde el punto de vista del deber de lealtad. Apenas les ha prestado atención y, cuando lo ha hecho, ha sido con una gran dosis de ingenuidad²⁶. La razón de ello -según hemos adelantado ya- está en haber diseñado las reglas sobre responsabilidad de los administradores de manera unitaria y en haber tomado como paradigma -añadimos ahora- el problema de la negligencia. Este modo de proceder ha desembocado en dos gruesos errores: un error de defecto en el tratamiento de la deslealtad y un error de exceso en el tratamiento de la negligencia. El error de exceso tiene que corregirse mediante una política de indulgencia, cuyas bases se examinan más adelante (v. *infra* §§ 9-13). El error de defecto, mediante una política de severidad.

En el apartado anterior hemos resumido las razones que avalan esta política de rigor o severidad en el campo de la lealtad, que se cifran básicamente en estas tres circunstancias: (i) la existencia de fuertes incentivos para la extracción de beneficios privados, que eleva la probabilidad de las conductas desleales; (ii) la insuficiencia de los mecanismos disciplinarios o de *enforcement* que proveen las fuerzas del mercado para reducir las prácticas de *self-dealing* y, por tanto, la especial necesidad de los remedios legales; y (iii) la poca incertidumbre sobre el juicio de deslealtad, lo cual determina que los costes asociados a los riesgos de error y *overcompliance* sean escasos. A estas observaciones fácilmente comprensibles desde el punto de vista del sentido o la intuición común, hemos de añadir ahora la formidable evidencia empírica acumulada en los últimos años sobre el volumen que puede llegar a adquirir la redistribución de valor cuando el sistema jurídico no dispone de remedios eficaces para combatir las infracciones del deber de lealtad. Los métodos ideados para calcular el volumen o la tasa de redistribución son muy variados. A mí me parece especialmente incisiva la que se basa en las diferencias estadísticas entre el valor privado de una compañía (calculado en función del precio satisfecho en transacciones privadas de cambio de control o en opas parciales) y su valor público (calculado en función del precio de cotización que prevalece en la Bolsa una vez que se ha hecho pública la transacción de cambio de control), pues dichas diferencias permiten conocer con bastante fiabilidad las estimaciones que hacen los mercados acerca del nivel medio de extracción de beneficios privados que registra un determinado país. En efecto, si la diferencia es pequeña, es porque los mercados estiman que la “prima de control” se pagó por razones de eficiencia. En cambio, si es grande, es porque juzgan que la “prima de control” se pagó por razones menos confesables y, en particular, porque el adquirente opera en un marco

ejemplo, en la valoración de un activo social que desea comprar un administrador- una función de protección del principal (accionista).

²⁶ Sirvan como botón de muestra las STS 16-VI-1992 (Ar. 5315) y STS 30-I-1997 (Ar. 151). La ingenuidad -algunos hablan de “deferencia” hacia los *insiders*- es un fenómeno generalizado en nuestras latitudes meridionales (es revelador al respecto el análisis de la práctica judicial italiana de L. ENRIQUES, “Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan”, *European Business Organization Law Review* 3 (2002), pp. 765 ss., esp. 784 ss). El fenómeno se advierte incluso en Alemania, donde tampoco es excepcional el control jurisdiccional de la deslealtad. Los estudios más recientes reconocen que el desarrollo de esta doctrina está aún en mantillas (“steht erst am Anfang”, dice Th. Abeltshauser, *Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht*, Köln-Berlin-Bonn-München 1998, p. 271).

institucional que le permite obtener de la compañía más valor del que le corresponde por su participación en el capital. Pues bien, las investigaciones más atendibles revelan que en nuestro entorno institucional (el “mundo latino”) y, en nuestro país en particular, el problema tiene una notable trascendencia. Un par de datos bastará para hacernos cargo de su magnitud relativa. El diferencial más bajo se registra en los países anglosajones (aproximadamente un 2’5%); el más alto, en los países emergentes (con números superiores, a veces, al 50%). El diferencial en España anda en torno al 18’5%²⁷. *Res ipsa loquitur*.

La cuestión que se presenta a renglón seguido consiste en determinar cómo puede articularse una política de aquella naturaleza en nuestro derecho, una política que naturalmente no puede limitarse a transplantar por las buenas normas y prácticas nacidas en otros contextos institucionales y, muy especialmente, en el ámbito anglosajón, sino que ha de esforzarse por adaptarse al marco cultural e institucional al que va destinada. De lo que se trata, en última instancia, es de definir una política conforme con nuestra tradición jurídica capaz de incrementar la eficacia disuasoria de la responsabilidad por infracción del deber de lealtad y, por tanto, capaz de rebajar aquel diferencial del 18’5%, ciertamente no despreciable. Hemos de convenir que la consecución de estos objetivos no depende sólo del legislador. El *law in books* no se traduce inmediatamente in *law in action*; la eficiencia de una normativa dirigida a reducir el riesgo de expropiación requiere una compleja red de instituciones de apoyo: autoridades de supervisión, jueces competentes, intermediarios reputacionales y, en general, una cultura de transparencia y honestidad con los accionistas minoritarios²⁸. Nada de esto puede fabricarse de la noche para la mañana. Con todo, esta circunstancia no debe desalentarnos. No es poco lo que puede hacer un *law in books*, sobre todo si está diseñado en función de las deficiencias del sistema de *enforcement* y enfocado hacia la creación en el largo plazo de un marco institucional que favorezca el desarrollo de la cultura jurídica adecuada. Los sociólogos del derecho hablan de una función promocional del derecho²⁹.

Para articular esa política de severidad, he analizado nuestra experiencia y he detectado la escasa efectividad de las normas vigentes para prevenir los riesgos connaturales a las transacciones interesadas y, en general, a las prácticas de extracción de beneficios privados. En mi opinión, las causas fundamentales de la trivialidad o inoperatividad del deber de lealtad en nuestro sistema jurídico son cuatro: (i) insuficiencia en la tipificación de las conductas desleales; (ii) insuficiencia en la identificación de los destinatarios de los deberes de lealtad; (iii) insuficiencia de los cauces previstos para exigir la correspondiente responsabilidad; e (iv) insuficiencia en el volumen de las sanciones

²⁷ Para una presentación más detallada y el cálculo de los números españoles, v. C. PAZ-ARES, “Por un derecho de sociedades reflexivo”, *Expansión*, 25-V-2002, p. 35. El estudio econométrico y empírico de base es de A. DYCK y L. ZINGALES, “Private Benefits of Control”, de próxima publicación en el *Journal of Finance*, disponible entretanto en <http://gsbwww.uchicago.edu/fac/finance/papers>. Los estudios sobre la diferencia de valor entre las acciones ordinarias y las acciones sin voto abundan en la misma dirección (v., en la época más reciente, T. NENOVA, “Value of Corporate Voting Rights and Control Benefits: A Cross-Country Analysis”, *Journal of Financial Economics* 68 (2003) pp. 325 ss. Y éstas son sólo dos muestras de una literatura cada vez más abundante y apabullante.

²⁸ Para un inventario completo v. B. BLACK, “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets”, *UCLA Law Review* 48 (2001), pp. 806-811.

²⁹ Puede resultar interesante al respecto la experiencia japonesa: v. H. KANDA y C.J. MILHAUPT, “Re-Examining Legal Transplants: The Director’s Fiduciary Duty in Japanese Corporate Law”, disponible en <http://www.law.columbia.edu/law-economicstudies>.

aplicables. En los apartados que siguen examino cada una de estas insuficiencias y sugiero algunas medidas para paliarlas.

2.2. Criterios para la tipificación de las conductas desleales

Nuestra legislación de sociedades se ha limitado tradicionalmente a establecer un deber muy genérico o abstracto de lealtad. Todo lo que dispone es que los administradores han de proceder como un *representante leal* (art. 127.1 LSA *in fine*). Este laconismo legislativo refleja también la tónica general del derecho continental europeo. Es cierto que el amparo legal que proporciona la cláusula general de lealtad -e incluso el más genérico aún que ofrece la cláusula general de la buena fe en el derecho de las obligaciones- podría haber sido suficiente para que la doctrina y la jurisprudencia hubieran creado con el paso de los años un nutrido complejo de reglas claras y orientativas sobre la materia. La experiencia indica, sin embargo, que este resultado apenas se ha alcanzado. No es momento éste de analizar por qué (en parte tiene que ver con la escasa sofisticación de nuestro aparato judicial en cuestiones financieras; en parte, con su cultura formalista y positivista, poco dada al desarrollo del derecho más allá de la superficie que delimitan sus textos; y en parte, con las escasas oportunidades que ha tenido de enfrentarse a problemas de esta índole). Por todo ello, la primera medida a adoptar para reforzar la eficacia del deber de lealtad consiste en detallar las principales obligaciones derivadas del principio general, como sugería ya el *Informe Olivencia*. Es seguro que con ello -éste es un punto que subraya con acierto el *Informe Aldama*- la eficacia preventiva de la responsabilidad por deslealtad se elevará notablemente. El sólo hecho de que las normas de comportamiento estén especificadas o concretadas: (i) incrementa la observabilidad y verificabilidad de las conductas indebidas facilitando el trabajo de todos los *enforcers* y, especialmente, el de los jueces³⁰; (ii) ofrece pautas para orientar la conducta de los administradores; (iii) suministra amparo a los operadores para resistir presiones indebidas; y (iv) contribuye a la creación de una cultura corporativa adecuada que en última instancia es el aspecto crucial. En el desarrollo de esta labor de especificación deberían tenerse en cuenta las siguientes indicaciones:

a) La primera versa sobre la necesidad de orientarse por los grupos de casos elaborados en las experiencias jurídicas con mayor veteranía en estas lides y que, en buena parte, han encontrado reflejo, primero, en el capítulo del *Informe Olivencia* relativo a los deberes fiduciarios y ahora -con mayor énfasis aunque ciertamente con un lenguaje más natural que técnico- en el *Informe Aldama*. El catálogo debería articularse en dos niveles. En el primero deberían especificarse las pautas generales de conducta, que básicamente se traducen en estas cuatro obligaciones de los administradores: (i) ejercitar las facultades de conformidad con los fines para que le fueron conferidas (su contrapunto son los casos clásicos de “desviación de poder” o “abuso de facultades”); (ii) guardar confidencialidad sobre la información a que hayan tenido acceso en el ejercicio del cargo; (iii) abstenerse de participar en las deliberaciones y decisiones en la que puedan tener un interés personal de naturaleza patrimonial (obviamente han de quedar fuera los llamados conflictos

³⁰ Éste es un tema bien estudiado en el ámbito del análisis económico del *rulemaking* (v., por ejemplo, L. KAPLOW y S. SHAVELL, “Accuracy in the Determination of Liability”, *Journal of Law & Economics* 37 (1994), pp. 3 ss.). Parece claro,

posicionales o corporativos³¹); y (iv) no ponerse en situaciones en las que pueda producirse una colisión o conflicto de intereses. El segundo nivel del catálogo debería reservarse precisamente para enumerar las prohibiciones derivadas de esta última obligación de evitar conflictos de intereses. La lista tendría que incluir, al menos, las siguientes prohibiciones (*relativas*) a cargo de los administradores: (i) la prohibición de realizar operaciones vinculadas con la sociedad o su grupo de sociedades³²; (ii) la prohibición de explotar la posición de administrador con fines privados (deberían mencionarse aquí, como mínimo, la prohibición de uso de activos sociales, la prohibición de utilizar información confidencial de la sociedad, la prohibición de obtener ventajas de terceros ligadas a transacciones de la compañía); (iii) la prohibición de aprovechar oportunidades de negocio de la sociedad o de su grupo; y (iv) la prohibición de entrar en competencia con la sociedad o sociedades de su grupo³³. A estas reglas generales habría que añadir otras particulares en ciertas materias especialmente “sensibles” (retribución de administradores, transacciones de cambio de control, adopción de medidas de blindaje, etc.). El objetivo sería asegurar la transparencia e imparcialidad en los correspondientes procesos de decisión. En todo caso, quedan fuera del marco estricto del régimen de responsabilidad de los administradores.

La técnica a seguir en la elaboración del catálogo es la propia de las cláusulas generales de alcance intermedio, que permiten operar por grandes grupos o constelaciones de casos. Hay que dejar un amplio margen de holgura a los jueces y aplicadores del derecho para que puedan ubicar la tecnología siempre renovada de la extracción de beneficios privados. Y en todo caso, las prohibiciones intermedias deberían estructurarse como meramente ejemplificativas, dejando siempre la puerta de la cláusula general matriz del deber de lealtad. En suma, se trata de compaginar la necesidad de un precepto de textura abierta, que deje espacio para el desarrollo judicial del derecho, con la necesidad de proporcionar al aplicador del derecho un mapa que le permita orientarse dentro de este proceloso y siempre cambiante mundo³⁴.

por ejemplo, que la existencia expresa de una prohibición de competencia contenida en los estatutos sociales facilitó notablemente la condena de los administradores infieles en el caso resuelto por la STS 29-VII-1994 (Ar. 6307).

³¹ No tiene sentido, en efecto, que el administrador se vea impedido de votar sus acciones en la junta general en relación a cuestiones tales como su nombramiento, su revocación, el ejercicio de la acción social de responsabilidad contra él u otras cuestiones de análoga significación, como tampoco lo tiene prohibirle hacer uso en estas materias de las delegaciones de voto que haya recibido, cuando vengan con instrucciones precisas, que tanto pueden ser directas como indirectas.

³² Las “operaciones vinculadas” constituyen el paradigma de los conflictos de interés. Aquí se parte de un concepto amplio de “operación vinculada”, que solamente requiere la concurrencia de estas tres circunstancias: (i) que exista una *transacción* entre la compañía y otra parte; (ii) que exista una *persona con capacidad de influencia* en el proceso de decisión de la compañía respecto de la transacción; y (iii) que el *interés personal* de esa persona con capacidad de influencia en el bienestar de la otra parte de la transacción o en ciertas consecuencias colaterales de la transacción sea típicamente más grande que su interés en el bienestar de la compañía.

³³ Para un desarrollo apropiado de estas indicaciones desde el punto de vista del derecho continental, v., por todos, Th. Abeltschauer, *Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht*, Köln-Berlin-Bonn-München 1998, pp. 335 ss.

³⁴ Éste es el punto de vista que viene defendiéndose en la discusión inglesa actual sobre la codificación de los deberes de los administradores (v., por todos, Law Commission and Scottish Law Commission, *Company Directors: Regulating Conflicts of Interests and Formulating a Statement of Duties*, London 1999 y E. FERRAN, “Company Reform in the UK”, 2000, p. 18, disponibles ambos en la página web del Ministerio de Comercio e Industria británico) y, desde luego, el que abona nuestra propia experiencia en campos donde se planteaban problemas similares. En este sentido, hay que recordar el éxito cosechado en la práctica por la *Ley de Competencia Desleal*, que en buena medida se debe a haber combinado cláusulas de alcance intermedio orientativas con una cláusula general, capaz de recoger la fenomenología residual.

b) La segunda indicación advierte sobre la necesidad de completar la definición de los supuestos a que antes se ha hecho referencia con la previsión de amplias *cláusulas de asimilación* que permitan neutralizar las estructuras de interposición y conexión de intereses y la ingeniería societaria que pueda idearse para eludirlas. En este sentido, es manifiesto, por ejemplo, que deben equipararse a los administradores, no sólo sus allegados y las sociedades controladas por unos y otros, sino también las entidades en que desempeñen funciones ejecutivas y/o tengan participaciones significativas. No es cuestión de entrar ahora en el pormenor. Lo que interesa subrayar es la necesidad de una configuración abierta del círculo de “personas vinculadas”. Junto con esta indicación, debería instruirse o, al menos insinuarse, al aplicador del derecho para que proceda en este intrincado territorio de conformidad con la técnica de la “contemplación económica” de la realidad desarrollada en el ámbito del derecho fiscal. Se trata de remover los obstáculos de la cultura formalista y burocrática de la judicatura y de reducir los incentivos de los *insiders* para el empleo de “estructuras creativas” acomodadas a la letra de la ley, pero tal vez contrarias a su espíritu³⁵. Todo ello exige el recurso a reglas relativamente simples³⁶.

c) La tercera indicación se dirige a recordar la necesidad de consagrar el carácter imperativo del régimen de responsabilidad derivado del deber de lealtad. Debe impedirse que la regulación legal pueda ser derogada o modificada en los estatutos de la sociedad o trivializada de cualquier otra forma. La idea de que la libertad contractual no es dañina en este ámbito, porque permite estructurar formas alternativas de retribución de los *managers* y porque, en todo caso, los mercados descuentan eficientemente en el valor de la acción los flujos anticipados de “beneficios privados” que puedan distraer los *insiders*³⁷, no resulta en absoluto convincente. No es cuestión de descender ahora al detalle de esta discusión, que nos llevaría muy lejos. A los efectos aquí perseguidos bastarán un par de observaciones. La primera versa sobre el “argumento de la retribución”, cuyo propio planteamiento resulta inadmisibles. La licencia para extraer beneficios privados no puede verse o “comprenderse” como una cláusula de remuneración del contrato de administración. Contradice nuestras intuiciones comunes y, en última instancia, conduce a dejar el contrato al capricho de una parte, lo cual pugna con la idea misma de contrato (v. art. 1256 CC). La otra observación se refiere al

³⁵ Éste es un punto fundamental. En buena medida -según se ha acreditado convincentemente-, la causa de que los sistemas jurídicos continentales -alemán, pero sobre todo francés, italiano y español- tengan menos eficacia a la hora de combatir la apropiación de valor por medio de operaciones vinculadas realizadas con un propósito empresarial plausible se debe a condicionantes de esta índole en el trabajo de los jueces: v. S. JOHNSON, R. LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES y A. SHLEIFER, “Tunnelling”, *American Economic Review* 90 (2000), pp. 22 ss. También resulta sumamente interesante para nosotros, dada la similitud de nuestra cultura judicial con la italiana, el análisis empírico de la jurisprudencia milanese en materias de deber de lealtad que nos ofrece L. ENRIQUES, “Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan”, *European Business Organization Law Review* 3 (2002), pp. 765 ss., esp. 792 ss. (v. también del mismo autor L. ENRIQUES, “Off the Books, but on the Record: Evidence from Italy on the Relevance of Judges to the Quality of Corporate Law”, en C.J. MILHAUPT (ed.), *Global Markets, Domestic Institutions: Corporate Law and Governance in a New Era of Cross-Border Deals*, New York 2003, pp. 181 ss.).

³⁶ Una normativa excesivamente compleja y detallada eleva los costes de observancia por la dificultad que entraña para sus destinatarios de encontrar en ella una guía fácil y rápida para sus decisiones y, adicionalmente, por la mayor facilidad que brinda para descubrir agujeros a través de los cuales infiltrarse en busca de la inmunidad o impunidad (son sugestivas al respecto las páginas de L. KAPLOW, “A Model of the Optimal Complexity of Legal Rules”, *Journal of Law, Economics & Organization* 11 (1995), pp. 150 ss.).

³⁷ Éste es un punto de vista relativamente extendido en la literatura del análisis económico del derecho (v., por ej., F. H. EASTERBROOK y D.R. FISCHER, *La estructura económica del derecho de las sociedades de capital*, trad. esp., Madrid 2002, pp. 137 ss.).

“argumento del descuento”, falaz por confundir hechos y derechos. El profesor Robert Clark lo ha diseccionado certeramente:

“Incluso aunque los accionistas como categoría tengan una idea exacta acerca del volumen agregado de beneficios privados que extraen los *managers* y anticipen que ese nivel de expropiación se mantendrá, sus previsiones o expectativas difícilmente pueden justificar la expropiación. Después de todo, los accionistas también tienen *previsiones y expectativas sobre lo que son sus derechos*. [Y] las previsiones y expectativas acerca de lo que realmente les ocurre no puede ser usado como base para definir sus derechos”³⁸. En otros términos - agregaría por mi parte-, el hecho de que el piso adquirido me haya salido muy barato por estar situado en una zona con poca seguridad, no me priva de mi legítimo derecho a quejarme el día en que soy víctima de un robo.”

El principio de imperatividad no ha de ser incompatible, sin embargo, con un principio de dispensabilidad *ad hoc*, en cuya virtud puedan ser autorizadas, caso por caso, las transacciones interesadas que puedan presentarse. Por eso hablábamos antes de prohibiciones “relativas”. Es cierto que esta posibilidad incrementa las dificultades de *enforcement* del deber de lealtad, pero la solución draconiana contraria puede ser más costosa, en la medida en que pone trabas a muchas operaciones potencialmente productivas para la compañía. No puede olvidarse, en este sentido, que la contratación relacionada o vinculada puede producir ganancias en términos de ahorros de costes de transacción (costes de información y de vigilancia). En todo caso, la regulación de la dispensa ha de ser bien pensada al objeto de lograr un derecho que sea relativamente fácil de administrar y, a la vez, relativamente difícil de eludir. Tres son las reglas básicas a tomar en consideración: (i) una regla de procedimiento, que asegure la independencia del órgano que otorga la dispensa respecto del administrador afectado; (ii) una regla de equidad o *fairness*, que garantice que la transacción es equitativa y se hace en condiciones de mercado; y (iii) una regla de transparencia en los términos que veremos más adelante (v. *infra* § 7 b).

La regla fundamental es, naturalmente, la regla de procedimiento. La experiencia comparada ofrece un amplio abanico de fórmulas y enseña que hay muchas posibilidades de diseño³⁹. Por nuestra parte, después de repasar los distintos modelos y fieles a la máxima que invita a no multiplicar la complejidad, nos inclinamos a pensar que la competencia para impartir la autorización debe ser atribuida a la Junta General, pero sólo en los casos más graves (cuando tenga por objeto la dispensa de la obligación de no competencia o afecte a una transacción interesada cuyo importe exceda un determinado porcentaje: por ejemplo, el 10% del valor de los activos de la compañía). En el resto de los casos, debe admitirse que la conceda el órgano de administración u otra instancia de la sociedad formada única y exclusivamente por administradores independientes. Con todo, teniendo en cuenta la incipiente tradición de nuestro país en este campo y la estructura de propiedad normalmente concentrada de sus empresas, quizá no esté de más establecer alguna cautela adicional, como es, por

³⁸ R. CH. CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986, p. 186.

³⁹ El lector interesado puede consultar con provecho el magnífico estudio de L. ENRIQUES, “Il conflitto di interessi nella gestione delle società per azioni: spunti teorici e profili comparatistici in vista delle riforme del diritto societario”, *Rivista delle società* 45 (2000) pp. 509 ss.

ejemplo, la obligación de que las operaciones conflictivas sean informadas previamente por los auditores externos de la compañía o por un experto independiente o, al menos, por una comisión de control del consejo (por ejemplo, el Comité de Auditoría o la Comisión de Retribuciones).

2.3. Extensión subjetiva de la responsabilidad por infracción del deber de lealtad

La segunda pieza y, seguramente, la más decisiva para instrumentar una política de severidad en materia de deslealtad, viene dada por la extensión del régimen de responsabilidad a todas aquellas personas que, aun sin ostentar la posición formal de administrador, desempeñan en la sociedad un papel de índole similar. El *Informe Aldama* se pronuncia con especial contundencia sobre este punto. La extensión está más justificada incluso que la propia norma matriz, referida a los administradores, puesto que la mayor opacidad de la actividad que desarrollan estas personas, que a menudo actúan en la sombra o en la trastienda de los órganos de decisión formales, determina una aún menor eficacia disciplinar de los instrumentos de gobierno provistos por las fuerzas del mercado. La extensión debiera alcanzar, cuando menos, a los siguientes grupos: (i) a las personas físicas que representan a los administradores personas jurídicas; (ii) probablemente también a los altos directivos de la sociedad, debiendo incluirse dentro de esta categoría solamente a quienes estén en la primera línea ejecutiva -dependan directamente del Consejo de Administración- y dispongan de una elevada autonomía de decisión⁴⁰; (iii) a los “administradores de hecho”, es decir, a aquellas personas que en la realidad del tráfico desempeñan sin título o con un título nulo o extinguido las funciones propias de administrador; (iv) a los “administradores ocultos”, que podemos definir como aquellas personas bajo cuyas instrucciones están acostumbrados a actuar los administradores de la sociedad⁴¹; y (v) a los accionistas de control. Técnicamente, la extensión del régimen de

⁴⁰ Ésta es la definición que se desprende del art. 95. II LMV (dependencia directa del Consejo) y que, en su día, propusimos para interpretar el art. 89.3 LSA, a tenor del cual “se considerarán administradores no sólo a los miembros del Consejo de Administración, sino a los directivos o personas con poder de representación de las sociedades infractoras” (v. C. PAZ-ARES y F. VELASCO CABALLERO, *Infracciones administrativas y autocartera*, Madrid 1997, p. 34).

⁴¹ Las definiciones de administrador de hecho y administrador oculto ofrecidas en el texto y contenidas en el *Informe Aldama* se inspiran en las previstas en las sects. 320 (3) y 741 de la *Companies Act* británica (para un análisis más detenido, v. el estudio de derecho comparado, enfocado desde la perspectiva continental, de M. SCHULTHEISS, *Die Haftung des “Shadow Director” einer englischer Kapitalgesellschaft*, Achen 2000, pp. 66 ss.). En la práctica española más reciente, se advierte un notable esfuerzo de los jueces por incorporar a nuestro acervo jurídico estas figuras, que carecen de tipificación legal (v., por ej., STS 26-V-1998, Ar. 4004; 24-IX-2001, Ar. 7489). Con todo, debe advertirse que, propiamente hablando, en nuestra experiencia doctrinal y jurisprudencial sólo ha tomado carta de naturaleza la figura del “administrador de hecho” (sea éste el que administra sin título o con título nulo o el que administra bajo la vestidura de un título no societario, por ejemplo, de directivo o de apoderado general). No obstante, a ella ha de asimilarse, por imperativos de coherencia y de racionalidad teleológica, la figura del “administrador oculto”. Dicho de otro modo, a falta de una más precisa definición legislativa, la noción de “administrador de hecho” tiene que interpretarse en nuestro derecho (a efectos, por ejemplo, de aplicar los arts. 290, 294 y 295 CP, 95 I LMV o 134 LSA en la versión que le ha dado el *Proyecto de Ley de Transparencia*) en su sentido más amplio, de forma que dentro de ella quepa también el “administrador oculto”. Sería un sinsentido no tratar del mismo modo a quien administra mediante decisiones que de hecho son eficaces y a quien administra mediante instrucciones que de hecho son vinculantes. Autor e inductor merecen la misma consideración (así también P. GIRGADO PERANDONES, *La responsabilidad de la sociedad matriz y de los administradores de una empresa de grupo*, Madrid 2002, p. 181; el lector que desee más información sobre el estado de la cuestión en nuestra doctrina y práctica hará bien en leer el cuidado estudio de A. PERDICES “Significado actual de los administradores de hecho: los que administran de hecho y los que de hecho administran”, *Revista de Derecho de Sociedades* 18 (2002), pp. 277 ss.; v. también J.L. DÍAZ GARAY, *El administrador de hecho de las sociedades*, Navarra 2002, *passim*, esp. pp. 182-185).

responsabilidad de los administradores a las personas indicadas bajo los números (i) a (iv) anteriores debe de construirse o articularse como una *extensión integral*. De lo que se trata es de que cualquiera de ellas quede asimilada a todos los efectos (relevantes en materia de responsabilidad) al administrador *stricto sensu*. La razón que justifica en tales casos la extensión *in totum* se comprende sin esfuerzo: si prácticamente actúan como administradores, normativamente deben responder como administradores, tanto en el terreno de la deslealtad como en el de la negligencia⁴². El caso del accionista de control es un caso aparte. Sobre él parecen oportunas un par de puntualizaciones adicionales.

a) La primera es para señalar que la extensión de la disciplina de los administradores a los accionistas de control no debe ser integral, sino parcial. O mejor dicho, debe ser integral, pero sólo en el caso de que efectivamente actúen como administradores, es decir, cuando de manera duradera y consistente hagan uso de sus prerrogativas y de su capacidad de influencia para dirigir la política de la sociedad, resultando a tal efecto indiferente que: (i) actúen directamente como administradores fácticos; (ii) que actúen indirectamente mediante instrucciones; o (iii) que hagan una u otra cosa como sociedad matriz dentro de una estrategia de grupo cualificada por una dirección centralizada⁴³. Para este viaje no se precisa, sin embargo, de ninguna previsión legal especial. En cualquiera de los supuestos dichos, la extensión de responsabilidad al accionista de control no se justifica por ser éste “accionista de control”, sino por actuar como “administrador de hecho” o “administrador oculto”. En el resto de los casos, la extensión ha de ser, como decimos, meramente parcial. Para comprenderlo, hemos de tener en cuenta que el hecho de ser accionista mayoritario o de control no implica, por sí solo, la constitución entre él y la sociedad de esa relación que acostumbramos a calificar de orgánica ni supone el nacimiento a su cargo de un deber de determinar o supervisar la política de la empresa con la diligencia de un ordenado empresario. El accionista de control es sólo dueño de sus acciones. Si no puede hacer uso de las prerrogativas que éstas le confieren como mejor le acomode es porque la posición de supremacía que va unida al control le impone ciertas cargas, que se traducen en un deber de lealtad cualificado respecto del que pesa sobre el accionista común.⁴⁴ De ahí que hablemos de *extensión parcial*; parcial porque naturalmente no alcanza a los deberes de diligencia, ni siquiera a todos los deberes de lealtad a que está sujeto un administrador. Los deberes que procede imponer al accionista de control han de estar limitados o modulados: no pueden entrañar sacrificios desproporcionados; no pueden “funcionalizar” enteramente sus derechos políticos al “interés social”; en definitiva, deben ser compatibles con una razonable consideración de sus intereses como propietario privado. No es fácil dibujar con precisión los contornos de estas limitaciones o modulaciones ni, por tanto, definir el contenido exacto de la *extensión parcial*. Nuestra propuesta por ello es hacer uso de una *remisión analógica* general (lo que significa extender al accionista de control el deber genérico de lealtad sólo en la medida en que resulte compatible con su posición) y delimitar el alcance de la *remisión directa* especial a los deberes

⁴² Somos conscientes de que la aplicación de la “extensión integral” a los altos directivos puede plantear algunas dudas. Alternativamente cabría pensar en una “extensión parcial” análoga a la que seguidamente se discute en relación a los “accionistas de control”. En todo caso, parece que la extensión a los altos ejecutivos del régimen de responsabilidad de los administradores no procede cuando actúan en cumplimiento de instrucciones del Consejo, es decir, fuera de su ámbito de autonomía de decisión.

⁴³ V. GIRGADO, *Responsabilidad de la sociedad matriz*, cit., pp. 184 ss.

en caso de conflicto de interés inmediato (realización de operaciones vinculadas, aprovechamiento de oportunidades de negocio corporativas; uso privado de información u otros activos sociales, deber de no competencia, salvo en el caso de que operase en el sector antes de la toma de control, etc.), los que hemos denominado deberes de segundo nivel⁴⁵. Circunscrita a este ámbito, la extensión directa se justifica fácilmente. La posición de control determina un alto riesgo en las relaciones patrimoniales con la sociedad y la posición de propietario no puede servir de escudo y, menos aún, de patente de corso para legitimar la extracción de beneficios privados o beneficios desproporcionados a la participación en el capital.

No hace falta añadir que la propuesta que efectuamos no descubre el mediterráneo. La extensión del régimen de responsabilidad por deslealtad a los accionistas de control no constituye una *rara avis* importada del otro lado del océano, sino un lugar que cada vez se hace más común dentro de nuestra escena jurídica continental⁴⁶. Tampoco es necesario insistir en la plena aplicabilidad de las previsiones sugeridas a los grupos de sociedades, aunque en su caso deban ser coordinadas con las normas que, excepcionalmente y con las debidas garantías para los accionistas externos (derechos de separación, derechos de canje, derechos de compensación, etc.), pudieran legitimar la gestión de sociedades subsidiarias con el fin de maximizar el interés del grupo y, específicamente, el interés de la *holding*.

b) Desde el punto de vista técnico y con el fin de lograr la debida seguridad jurídica, resulta aconsejable además que la ley establezca una definición expresa de la figura del accionista de control. Las posibilidades son variadas. No obstante, pienso que habría que formularla ampliamente -como es habitual en nuestra legislación del mercado de valores (v. art. 4 LMV española)- de forma tal que incluyera a toda aquella persona que directa o indirectamente, sola o en concierto con otras, disponga de la mayoría del capital social con derecho de voto o que, dadas las circunstancias, se halle en condiciones de ejercer una influencia dominante sobre la sociedad (v. art. 87.1 LSA). La definición debería acompañarse de una presunción que facilite la administración de la norma, en cuya virtud pudiera estimarse -al menos en el ámbito de las sociedades cotizadas- que una persona dispone de esa capacidad de influencia cuando ostenta una fracción igual o superior al 25% del

⁴⁴ V. C. PAZ-ARES, "La sociedad en general: caracterización del contrato" en R. URÍA y A. MENÉNDEZ, *Curso de Derecho Mercantil*, vol. I, Madrid 1999, pp. 443-444.

⁴⁵ En la práctica, será muchas veces difícil deslindar si un accionista de control está actuando como "administrador de hecho" o "administrador oculto", en el sentido que hemos dado a estos términos en el texto, o como simple "accionista de control". Muchos casos se ubicarán, por tanto, en la "zona gris", en la que no llega a ser administrador *de facto*, pero desenvuelve una actividad que excede la de mero accionista. La extensión al mero "accionista de control" de los deberes de lealtad se justifica adicionalmente por estas razones de determinación y prueba, ya que con ella se asegura que en todo caso quedará sujeto a una mayor disciplina en el sector de actividad -transacciones interesadas y prácticas afines- que resulta más preocupante desde el punto de vista de los inversores.

⁴⁶ La doctrina de los deberes de lealtad de los accionistas se afianza en Alemania a raíz de la famosa sentencia del *Bundesgerichtshof* en el caso *Lynotype*, *Juristenzeitung* 1989, pp. 443 ss. (para una primera aproximación al estado de la cuestión v. K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, 4ª ed., Köln-Berlin-Bonn-München 2002, pp. 552 ss. y 586 ss; en Italia, aunque no se observa una línea doctrinal tan continua, hay signos también de que las cosas evolucionan en la misma dirección (es de destacar a este respecto la sentencia núm 1151, de la *Corte de Cassazione* de 26-X-1995, publicada en *Giurisprudenza Commerciale*, 1996, II, pp. 329 ss., con un sustancioso comentario de P.G. JAEGER; en ella el deber de resarcimiento del accionista mayoritario por infracción del deber de lealtad se fundamenta en el principio general de la buena fe contractual consagrado en el art. 1137 del *Codice Civile*); España tampoco se sustrae a esta tendencia, según hemos tenido ocasión de exponer en otros lugares (v., por ej., C. PAZ-ARES, "Uniones de Empresas y Grupos de Sociedades", R. URÍA y A. MENÉNDEZ, *Curso de Derecho Mercantil*, Madrid 1999, vol. I, pp. 1340-1344)

capital con derecho de voto y no existe otra persona que directa o indirectamente, sola o concertada con otras, posea una fracción superior⁴⁷. Estas presunciones se justifican al margen del derecho de grupos.

c) La última precisión se dirige a subrayar algo que el lector seguramente habrá intuitido ya, y es que la extensión de la normativa de la deslealtad a los accionistas de control constituye una pieza clave de la estrategia de severidad que venimos pregonando, especialmente en nuestros mercados de capitales, caracterizados por una elevada concentración de la propiedad accionarial. En su momento, advertimos de la formidable evidencia acumulada en los últimos años acerca del volumen que puede llegar a adquirir la redistribución de valor dentro de la compañía cuando el sistema jurídico no dispone de remedios eficaces para combatir las infracciones del deber de lealtad. Conjeturábamos allí que el nivel de redistribución en nuestro país podía ser elevado: recuérdese el “diferencial” del 18’5% (v. *supra* § 4). Pues bien, éste es el instante de agregar que los beneficiarios de la mayor parte de esa redistribución de valor no son, propiamente hablando, los “administradores”, sino los “accionistas de control”⁴⁸. La conclusión ofrece pocas dudas en la literatura especializada y, en todo caso, aparece corroborado por las correlaciones no lineales entre el valor de la empresa y la tasa de concentración de la propiedad. Por ejemplo, en España el valor de la acción crece hasta el porcentaje de concentración del 30%, decrece en el tramo del 30-65% y luego vuelve a crecer en el tramo final⁴⁹. La explicación de esta curva quebrada es perfectamente consistente con lo que suponemos. La acción vale más en los tramos bajo y alto porque es donde hay menos riesgo de extracción de beneficios privados: en el tramo bajo, porque en él el control no está aún consolidado; y en el tramo alto, porque ahí la extracción se hace fundamentalmente a costa de quien controla, que tiene una elevada participación en el capital. La acción, en cambio, vale menos en el tramo intermedio; justo donde hay un accionista de control consolidado y donde hay mayores incentivos para la redistribución⁵⁰. Adicionalmente, es de observar que a medida que se eleva la tasa de concentración de la propiedad, se advierte un progresivo debilitamiento del resto de las instancias de control (consejeros independientes, comités del consejo, etc.), lo cual refuerza la necesidad de extender a los accionistas de control la normativa sobre infracción de los deberes de lealtad⁵¹.

⁴⁷ La regla se inspira en la Section 1.10 de los *Principles of Corporate Governance* del American Law Institute.

⁴⁸ Por un examen de los medios e instrumentos de extracción de beneficios privados -la denominada “tecnología de la expropiación”-, v. el ya citado estudio de Johnson y otros (v. *supra* nt 24) y R.J. GILSON y J.N. GORDON, “Controlling Controlling Shareholders”, disponible en http://law.colombia.edu/center_program/law_economics.

⁴⁹ V.A. MIGUEL, J. PINDADO y CH. TORRE, “Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from the Spanish Corporate Governance System” 2001, pp. 9-10, disponible en <http://www.ssrn.com>.

⁵⁰ En el fondo, lo que ocurre es que los incentivos para la redistribución son más intensos a medida en que son mayores los derechos políticos y menores los derechos económicos, y el punto álgido de esta relación inversa puede estar en torno a un porcentaje de participación en el capital del 35% (con un 35% de los votos es posible tener el 100% del poder y, en cambio, disponer sólo del 35% de los flujos de caja).

⁵¹ V., por ej., L. E. REYES RECIO, *La estructura de propiedad y el Consejo de Administración como mecanismos de gobierno supervisores de las actuaciones directivas: una aplicación a las empresas no financieras cotizadas en la Bolsa de Madrid*, Madrid 2001, pp. 167 ss.

2.4. Facilitación de la exigencia de responsabilidad en materia de deber de lealtad

Si examinamos la experiencia jurisprudencial de nuestro país e incluso de otros vecinos en la escena europea, observamos una escasísima litigiosidad en materia de deber de lealtad. Los casos son contados en los repertorios de jurisprudencia, los cuales, sin embargo, están llenos de acciones de impugnación de acuerdos sociales. Y esto debe ser motivo de preocupación, pues la restricción de casos judiciales mina la efectividad de cualquier regulación sustantiva que se adopte. Le resta eficacia preventiva, pero también eficacia orientativa al impedir que la jurisprudencia vaya completando y adaptando las siempre insuficientes indicaciones legislativas⁵². Como he insinuado ya, la pobreza y debilidad que exhiben nuestros sistemas jurídicos en este campo se deben en buena parte a la falta de oportunidades de que han dispuesto los jueces para crear un *stock* de precedentes y orientaciones en materia de responsabilidad por violación del deber de lealtad. Consiguientemente, tanto desde el punto de vista de la eficacia disuasoria, como desde el punto de vista de la necesidad de ir creando un capital jurisprudencial que provea información jurídica de calidad e impulse el progreso del derecho en esta materia, parece oportuno remover los obstáculos que hoy en día impiden o retardan la litigación⁵³. Esos obstáculos tienen su origen fundamentalmente en tres circunstancias: (i) en las elevadas exigencias de legitimación para el ejercicio de la acción social de responsabilidad; (ii) en la opacidad de las situaciones conflictivas; y (iii) en las dificultades de prueba con que se enfrenta el accionista. A continuación se ofrece una breve aproximación a cada una de ellas.

a) La extrema dificultad con que se encuentran los accionistas para hacer efectiva la responsabilidad de los administradores deriva de los enojosos trámites y de la elevada participación en el capital a que supeditan nuestras leyes la legitimación para accionar judicialmente. El accionista que quiera litigar tiene que obtener primero una resolución de junta general denegando el ejercicio de la acción por la sociedad y, en todo caso, ha de ostentar al menos -y nada menos- que un 5% del capital (v. art. 134 LSA). Tratándose de sociedades cotizadas, nos hallamos siempre o casi siempre ante barreras prácticamente infranqueables. El prototipo del accionista minoritario de esta clase de sociedades no posee jamás un paquete de ese porte. La credibilidad del sistema de responsabilidad de los administradores hace imperativo, por tanto, un cambio en el escenario, y así lo apunta el *Informe Aldama* cuando afirma que para “incrementar la eficacia disuasoria de la responsabilidad por

⁵² La inexistencia de cauces adecuados para la litigación civil determina, además, una gran presión para recurrir a la litigación penal (en nuestra experiencia reciente, hemos asistido a una notable expansión de este fenómeno, propiciado además por la textura abierta de los tipos de los delitos societarios recogidos en el Código Penal). Una razón adicional para perfeccionar el entramado de nuestra justicia civil en esta materia es, por ello, evitar la criminalización de las infracciones del deber de lealtad, que puede ser poco productiva (v. S. DEAKIN, “Economic Effects of Criminal and Civil Sanctions in the Context of Company Law” (Research Note for the DTI Company Law Review), accesible en la página web del Ministerio de Comercio e Industria británico; J. ARLEN, “The Potentially Perverse Effects of Corporate Criminal Liability”, *Journal of Legal Studies*, 23 (1994), pp. 833 ss).

⁵³ Para el jurista resultan enormemente luminosas las reflexiones que vienen haciendo los economistas sobre estos aspectos: v., por ejemplo, K. PISTOR y C. XU, “Fiduciary Duty in Transitional Law Jurisdictions. Lessons from the Incomplete Law Theory”, disponible en http://www.ssrn.com/abstract_id=343480 o <http://www.ecgi.org/wp/>; v. también E. KAMAR, “Shareholder Litigation under Indeterminate Corporate Law”, *The University of Chicago Law Review* 66 (1999), pp. 887 ss).

infracción del deber de lealtad” es necesario “facilita[r] los procedimientos y requisitos de exigencia de esta responsabilidad por parte de los accionistas” (v. apartado III.2.2 *in fine*)⁵⁴.

La reforma, no obstante, ha de acometerse con tiento, no vaya a ser que el remedio sea peor que la enfermedad. El dilema al que nos enfrentamos no es “todo o nada”. Las “soluciones-esquina”, como tantas veces ocurre en la experiencia jurídica, no son óptimas. En particular, debe huirse de una fórmula a la americana, que legitima a *cualquier accionista* (aunque sólo tenga una acción) para entablar la acción social de responsabilidad por *cualquier causa* (aunque sea por infracción del deber de diligencia)⁵⁵. Los riesgos de una fórmula de este tipo son muy elevados desde el momento en que abre enteramente las puertas a la litigación frívola, infundada y directamente abusiva, que tan perturbadora puede resultar para la vida social. Hay que encontrar una solución intermedia y ponderada que logre el debido *trade-off* entre los costes derivados de la litigación estratégica y los beneficios derivados de la litigación justificada⁵⁶. Nuestra conjetura es que una solución de esa naturaleza pasa por ampliar la legitimación creando, al lado del cauce tradicional previsto en el art. 134 LSA, uno nuevo que permita al accionista individual entablar la acción, pero acompañándolo de ciertas restricciones sustantivas y procesales, que minimicen el riesgo de pleitos innecesarios y perturbadores⁵⁷. De los distintos modelos disponibles para estructurar esas restricciones -por ejemplo, el de la *Law Commission* inglesa, el de los *Principles* del American Law Institute, el del *Informe Preite* en Italia, etc.-nos parece especialmente atendible el que dibuja la propuesta recientemente lanzada por la Comisión de Gobierno Corporativa constituida por el gobierno alemán⁵⁸.

⁵⁴ Sorprendentemente, ésta no ha sido una preocupación de la doctrina, aunque no falten voces en la época más reciente que expresen su inquietud con el *status quo* (v. J. ALFARO, “¿Una reforma inútil del derecho de sociedades?”, *Expansión* 3-IV-2003, p. 34).

⁵⁵ Es de advertir, en todo caso, que la evolución en Estados Unidos va claramente en el sentido de afinar los sistemas de *screening* judicial para reducir el riesgo de las *strike suits* (v. el comentario preliminar a la sección séptima del American Law Institute, *Principles of Corporate Governance*, vol II, St. Paul (Minn.) 1994, pp. 4-17).

⁵⁶ Éste es el ejercicio en que anda metido todo el mundo (el lector interesado en profundizar en esta discusión desde el punto de vista económico y empírico, puede comenzar con el estudio de R.B. THOMPSON y R.S. THOMAS, “Shareholder Litigation: Reexamining the Balance between Litigation Agency Costs and Management Agency Costs”, 2003, *passim*, esp. pp. 23 ss., disponible en <http://ssrn.com>)

⁵⁷ Una solución alternativa o complementaria podría consistir en encomendar a la autoridad reguladora del mercado de valores la legitimación para ejercitar acciones de responsabilidad en línea, por ejemplo, con la legitimación que tiene atribuida la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* para impugnar los acuerdos sociales de las compañías públicas. La solución ha sido incorporada a la legislación australiana y, a juzgar por los datos que facilita L.M. RAMSAY (“Directors’ Duties in Australia: Recent Developments and Enforcement Issues”, *The Company Financial and Insolvency Law Review* 3 (1999), p. 278), ha funcionado con cierto éxito. En España ha sido incorporada al *Anteproyecto de Código de Sociedades Mercantiles* aprobado por la Comisión General de Codificación y publicado por el Ministerio de Justicia, Madrid 2002. En nuestra opinión, sin embargo, se trata claramente de una *second best solution*. Los incentivos de este tipo de agencias para actuar son débiles (de hecho, de cuanto los consta, nuestra CNMV nunca ha instado la impugnación de un acuerdo) y, con frecuencia, vulnerables a la presión política (para la discusión de esta medida v. K.E. SCOTT, “Corporate Governance and East Asia”, 1999, p. 36, disponible en <http://www.ssrn.com>).

⁵⁸ V. TH. BAUMS (ed.), *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance: Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts*, Köln 2001, pp. 109-114. Las ideas fundamentales contenidas en dicho informe habían sido avanzadas y justificadas previamente por el prof. ULMER en un estudio de altísimo interés: v. P. ULMER, “Die Aktionärsklage als Instrument zur Kontrolle des Vorstands- und Aufsichtsratshandelns”, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* (ZHR) 163 (1999), pp. 290 ss. Las propuestas del Informe han sido fielmente recogidas en la reforma que actualmente se tramita en el Parlamento alemán, a través del cual se modifica

En línea con ella, las *restricciones sustantivas* que sugerimos consisten en condicionar la legitimación para el ejercicio de la acción de responsabilidad: (i) a la posesión por parte del accionista –o accionistas agrupados de que se trate- de un paquete de cierto valor (por ejemplo, 50 ó 60.000 Euros, en términos de cotización), pues el peligro de que la litigación obedezca a motivos poco confesables es inversamente proporcional a la entidad de la inversión que necesita protegerse; (ii) a la continuidad de la participación en la sociedad del accionista desde el momento en que se realizó el acto lesivo o, al menos, tuvo él conocimiento de la violación hasta el momento en que ejercita la acción; en caso contrario, gana fuerza la sospecha de que adquirió la acción con el único propósito de interponer la demanda; y (iii) a la fundamentación jurídica de la acción de responsabilidad en la violación de los deberes más relevantes de los administradores y, concretamente, en los deberes de lealtad; de no ser así, la probabilidad de un uso torcido de la legitimación amplia es considerablemente más elevada⁵⁹. Las *restricciones procesales* que habría que introducir son básicamente dos: (i) la previsión de un trámite judicial de admisión de la demanda con audiencia de la sociedad, de manera que el Juez pueda rechazar *in limine* aquellas pretensiones que no gocen de un *fumus boni iuris* o en las que la sociedad demuestre que los intereses perseguidos por los litigantes son espurios⁶⁰; y (ii) la prohibición de que el pleito pueda ser terminado mediante transacción sin la autorización del Juez. Esta medida –como fácilmente se comprende- reduce de antemano el riesgo de que la acción se plantee con fines de extorsión⁶¹.

b) La segunda pieza de nuestra propuesta consiste en establecer una obligación de transparencia integral sobre las transacciones relacionadas o vinculadas. Este es un punto que subraya por doquier el *Informe Aldama*, y con toda razón. Ciertamente, los deberes de información tienen un alcance mucho más amplio que el de facilitar la exigencia de responsabilidad. No obstante, nos referimos a

profundamente el § 47 *Aktiengesetz* (hasta ahora prácticamente igual a nuestro art. 134 LSA) para dar cabida a la denominada *Aktionärsklage*.

⁵⁹ La experiencia norteamericana de la *derivative suit* ejercida por el accionista individual pone de relieve que sólo un porcentaje muy pequeño de las acciones entabladas se fundamenta en infracción del deber de lealtad (casos de *self-dealing*), lo cual puede interpretarse como indicio de que abunda la litigación meramente estratégica (v. R. ROMANO, “The Shareholder Derivative Suit: Litigation without Foundation?”, *Journal of Law, Economics & Organization*, 7 (1991), pp. 58-60 y 84). La restricción que proponemos puede afinarse aún más para evitar la tentación de hacer pasar o “colar” cualquier supuesta infracción de los deberes de los administradores –y, en particular, de los deberes de diligencia- a través de la cláusula general de lealtad del art. 127 LSA *in fine*. Se trataría simplemente de apretar la rosca de la restricción de forma que el nuevo cauce de exigencia de responsabilidad sólo resultara accesible en los casos en que la acción se fundamenta en una violación de los deberes de lealtad recogidos en el catálogo de segundo nivel, donde se especifican las obligaciones derivadas en casos de conflicto de interés directo (v. *supra* § 6).

⁶⁰ Esta restricción podría compensarse con una regla especial de costas, que las pusiera siempre a cargo de la sociedad, aun en la hipótesis de que la demanda fuera finalmente desestimada. La medida podría justificarse teniendo en cuenta: (i) que el ejercicio de la acción está llamado de antemano a beneficiar fundamentalmente a la sociedad, a cuyo patrimonio iría a parar la indemnización obtenida; (ii) que la consistencia de la demanda ha pasado un trámite sumario de revisión judicial, que minimiza el riesgo de pretensiones temerarias; y (iii) que es conveniente ofrecer incentivos para que los accionistas se impliquen en el control de los órganos de administración con el consiguiente incremento de la funcionalidad del sistema societario y del mercado de capitales; ya se sabe que cuando una actividad tiene externalidades positivas, es apropiado subvencionar al agente (v. sobre este punto, desde el punto de vista del derecho europeo, donde los abogados no pueden cobrar *contingency fees*, las observaciones de ULMER, ZHR 163 (1999), pp. 337-339).

⁶¹ Al hilo de estas consideraciones, quizá no estuviera de más reflexionar también sobre la oportunidad de abrir la acción de responsabilidad al arbitraje. La medida puede estar indicada en nuestro país, que carece de una judicatura especializada en temas mercantiles y padece grandes dilaciones judiciales. Se trataría de ordenar o, en su caso, de permitir la incorporación a los estatutos de la sociedad una cláusula arbitral *ad libitum*, de manera que el accionista pudiera elegir entre llevar el caso a los tribunales o a arbitraje.

ellos en este contexto por entender que una condición fundamental para que los accionistas puedan hacerse activos judicialmente en el campo de la deslealtad es la remoción de la opacidad que tradicionalmente ha rodeado las operaciones que plantean un conflicto de interés. Hay que recordar en este sentido: (i) que la publicidad de dichas operaciones ofrece a los accionistas la información que eventualmente pueden necesitar para litigar las violaciones del deber de lealtad; (ii) que el simple hecho de tener que hacerlas públicas impedirá, sin más, que se realicen algunas transacciones interesadas y determinará que las que se realicen sean, en promedio, más equitativas para los accionistas minoritarios; y (iii) que, mediando una obligación de transparencia, si una transacción interesada se oculta y más tarde es descubierta, será mucho más fácil exigir responsabilidades.

Los deberes de transparencia han de articularse de forma escalonada, de manera que la información vaya diseminándose progresivamente. A tal efecto, parece que deberían imponerse las siguientes obligaciones: (i) una obligación al administrador de comunicar al Consejo de Administración la transacción interesada que él o una persona vinculada proyecte realizar con la compañía; (ii) una obligación al Consejo de comunicarla al auditor externo, al comité de auditoría o de nombramientos y, en su caso, si reúne los requisitos del “hecho relevante”, al regulador y a los mercados; y (iii) una obligación al Consejo de consignar la información correspondiente, con el debido detalle, en la memoria anual, al objeto de que los accionistas reciban noticia suficiente sobre el “tráfico peligroso”⁶². La comunicación podría estar seguida de la verificación por los auditores externos. El primer paso es que estos fiscalicen si efectivamente se han reflejado en la memoria todas las operaciones autorizadas; el segundo, que reporten a los accionistas sobre ellas; y el tercero, que investiguen si se han realizado operaciones no comunicadas ni autorizadas. Como sugiere el profesor Bernard Black,

“Los auditores externos de la sociedad deberían revisar anualmente toda operación vinculada que no sea insignificante y facilitar a los accionistas un informe identificando toda operación significativa y confirmando que, según su leal saber y entender, todas las operaciones que tengan que someterse a la aprobación por los administradores no interesados de la sociedad y por los accionistas no interesados de la sociedad, han sido aprobados de este modo. De ser posible, los auditores externos deberían informar además sobre si, a su juicio, las operaciones vinculadas no insignificantes se hicieron en términos equitativos y de mercado (*on arms length terms*). A efectos prácticos, un requisito así aseguraría que los auditores fueran consultados antes de la conclusión de la operación, para cerciorarse [los administradores] de que estuvieran satisfechos con sus condiciones. Ello proporcionaría un control adicional sobre el carácter equitativo de las operaciones”⁶³.

⁶² Contienen medidas en la misma línea el *Testo Unico* y la *KontraG* y, ya antes, una previsión prácticamente igual estaba contenida en el art. 10.3 de la propuesta modificada de Quinta Directiva. En nuestro país, la propuesta estaba implícita en el *Informe Olivencia* (1998), 8.2 *in fine* y ahora se incorpora al art. 35 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, mediante la modificación contenida en el art. 32 de la *Ley Financiera*. El texto de este precepto, sin embargo, es manifiestamente mejorable.

c) El último mecanismo facilitador de la litigación que parece oportuno traer a colación es el relativo a la carga de la prueba. Más adelante tendremos ocasión de constatar la tendencia de nuestras tradiciones jurídicas a invertir la carga de la prueba en el entero ámbito de la responsabilidad de los administradores y de razonar la conveniencia de ponerle coto en los litigios por *mismanagement* o violación del deber de diligencia (v. *infra* § 12). La tendencia, no obstante, debe ser mantenida -y aplaudida- en el ámbito de la deslealtad como una pieza más de la política de severidad que defendemos, y ello no tanto con la finalidad de contrarrestar la posición informativamente asimétrica en que se encuentra el accionista cuanto de reflejar en la propia norma probatoria el carácter potencialmente peligroso de dichas transacciones y elevar así la eficacia preventiva de la responsabilidad⁶⁴. Para alcanzar este objetivo, juzgamos oportuno formular una regla expresa del siguiente o parecido tenor: “en caso de duda acerca del cumplimiento del deber de lealtad, la carga de la prueba corresponde al administrador”⁶⁵.

2.5. Reforzamiento del sistema de sanciones

La cuarta dimensión que ha de tenerse en cuenta para articular el régimen jurídico del deber de lealtad es la relativa al volumen o tamaño de la sanción. La política de severidad que patrocinamos exige en este plano agravar las sanciones civiles previstas en nuestras leyes, que se limitan a establecer la obligación de reparar los daños (v. art. 133.1 LSA). La lógica de esta pieza se descubre con facilidad desde la óptica de la teoría económica de las sanciones, que –en síntesis extrema- se asienta sobre la relación inversa entre probabilidad de detección y magnitud de la sanción, a efectos de lograr la disuasión o prevención óptima. Bajo esta perspectiva y partiendo de la premisa indiscutible de que las contravenciones del deber de lealtad se efectúan de ordinario de manera discreta y por medio de estructuras creativas dotadas de un propósito empresarial plausible, se comprende sin esfuerzo que el potencial preventivo de la amenaza de tener que abonar solamente los daños infligidos a la sociedad puede ser demasiado pequeño, máxime si se incorpora al cálculo la dificultad de probarlos y cuantificarlos. Por ello, con el fin de compensar la menor probabilidad de detección de los casos de *misappropriation*, parece conveniente elevar el volumen de la sanción (en su momento, comprobaremos que esto no es necesario en los casos de *mismanagement*, cuya probabilidad de detección es mucho más elevada: v. *infra* § 9). Las posibilidades de que disponemos para incrementar la magnitud de la sanción en el campo del derecho privado –dejamos de lado el examen de las sanciones penales, que han de reservarse para los supuestos más graves- son

⁶³V. B. BLACK, M. BARRY, T.J. O'BRIEN y Y. MOOSHIN, “Corporate Governance in Korea at the Millennium: Enhancing International Competitiveness (Final Report and Legal Reform Recommendations to the Ministry of Justice of the Republic of Korea)”, *Journal of Corporation Law*, 2001, p. 600.

⁶⁴ Para un análisis más detenido del fundamento económico de esta propuesta, v. R. COOTER y B.J. FREEDMAN, “The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences”, *New York University Law Review* 66 (1991), pp. 1055-1056 y 1069-1071; v. también, B.L. HAY y K.E.SPIER, “Burdens of Proof in Civil Litigation: An Economic Perspective”, *Journal of Legal Studies* 26 (1997), pp. 413 ss.

⁶⁵ La regla propuesta reproduce casi *ad pedem litterae* el inciso final del art. 77 de la LOPTV argentina, tal y como quedó redactado a raíz de la reforma de 2001. La norma argentina, por su parte, replica en el ámbito de la deslealtad la norma establecida con carácter general, incluyendo por ende los casos de negligencia, por el § 93 (2) de la *Aktiengesetz* alemana.

básicamente tres: (i) la restitución del enriquecimiento; (ii) los daños punitivos; y (iii) los remedios reales generales.

a) La primera de las posibilidades mencionadas se comprende intuitivamente como una exigencia de la justicia conmutativa. Consiste simplemente en obligar al administrador responsable no sólo a reparar el daño causado, sino también a devolver el beneficio que le ha procurado la violación de su deber de lealtad. De este modo -sumando la restitución del lucro propio a la indemnización del daño ajeno-, se logra, en efecto, el fin deseado, que es elevar el precio de la deslealtad⁶⁶. A decir verdad, resulta extraño que nuestra legislación de sociedades anónimas y, en general, la de los ordenamientos de nuestro entorno continental no hayan reparado en esta exigencia, que dicta la intuición común. El *Informe Aldama* lo ha expresado de manera elocuente:

“...en los casos de violación de los deberes de lealtad se producen situaciones especialmente frustrantes desde el punto de vista de los inversores y de la opinión pública cuando las medidas legales adoptadas respecto del administrador infiel no consiguen la devolución de las cantidades con que se han enriquecido ilícitamente. La Comisión entiende que este tema excede del mandato recibido, pero no puede dejar de expresar su preocupación al respecto y su deseo de que esta situación sea tratada adecuadamente” (v. apartado III.2.2 *in fine*).

La explicación de la anomalía ha de buscarse, una vez más, en el diseño del entero régimen de responsabilidad de los administradores sobre el modelo o patrón de las faltas de negligencia. Con todo, a pesar del clamoroso silencio legislativo, estimamos que en nuestros sistemas de derecho privado hay base más que suficiente para extender el aparato sancionatorio de la doctrina del enriquecimiento injusto a las hipótesis que nos ocupan. Desde luego, la extensión se revela francamente hacedera en el derecho español, como viene poniendo de relieve la doctrina especializada, cuyos esfuerzos durante estos últimos años se han dirigido a buscar las vías para obligar al administrador infiel a repatriar a la sociedad el beneficio que haya podido conseguir mediante la violación de sus deberes de lealtad. Desde el punto de vista jurídico-positivo, el camino se ha encontrado a través de la aplicación analógica a todas o casi todas las violaciones del deber de lealtad (operaciones vinculadas, oportunidades de negocios, *insider trading*, etc.) de las reglas contenidas en los arts. 1683 CC y 136 C de C, que disponen la restitución del lucro en el caso de violación por el socio de su obligación de no competencia, una obligación que, como todo el mundo sabe, tiene su norma matriz en el deber general de fidelidad⁶⁷.

⁶⁶ La lógica económica del *disgorgement* -o devolución del lucro- en los casos de violación del deber de lealtad ha sido estudiada en estos términos por COOTER y FREEDMAN, *New York University Law Review* 66 (1991), pp. 1051 ss.

⁶⁷ V., para una primera aproximación, C. PAZ-ARES, “Comentario a los arts. 1665-1708” en C. PAZ-ARES; L. Díez-PICAZO, R. BERCOVITZ y P. SALVADOR (dirs.), *Comentario del Código Civil*, II, Madrid 1991, pp. 1420-1421; más detenida y concienzudamente P. Portellano, *El deber de fidelidad de los administradores de sociedades mercantiles y oportunidades de negocios*, Madrid 1996, pp. 131 ss.; con una orientación similar, J. O. LLEBOT, “El sistema de la responsabilidad de los administradores: doctrina y jurisprudencia”, *Revista de Derecho de Sociedades* 7 (1996), p. 70; en el derecho alemán, se reconoce también en algunos casos una *Erstattunganspruch*: (v. referencias en T.H. Abeltshauser, *Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht*, Köln-Berlín-Bonn-Munich 1988, pp. 424-426). Como era de esperar, esta solución viene propugnándose asimismo dentro de las propuestas legislativas para los países emergentes “Remedies for transactions

b) Otra vía complementaria que podría explorarse para lograr el objetivo buscado consiste en idear un sistema de “multas privadas”, que incremente de forma perceptible y públicamente comunicable el volumen de la sanción. Ésta es, en definitiva, la lógica de los daños punitivos, a que recurren algunos sistemas jurídicos para prevenir las infracciones del deber de fidelidad y, en general, los ilícitos dolosos⁶⁸. Nuestra propuesta en este punto consiste en introducir una previsión legal *ad hoc* para los casos de deslealtad. La norma debería contener tres indicaciones: (i) una, sobre su propia naturaleza, que -a nuestro modo de ver- debería ser meramente dispositiva o supletoria (“salvo disposición contraria de los estatutos”); (ii) otra, sobre su supuesto de hecho, de modo que la aplicación de los daños punitivos quedara limitada a las infracciones dolosas del deber de lealtad (*dolus malus*); y (iii) una tercera, en fin, sobre su consecuencia jurídica, encaminada a garantizar la previsibilidad de la sanción. A este último efecto, pensamos que el importe de los daños punitivos a satisfacer debería calcularse mediante la multiplicación de la suma total obtenida en concepto de indemnización de daños y de devolución del lucro por un coeficiente determinado⁶⁹. El coeficiente debería ser seleccionado por el juez en función de la gravedad que en cada caso presentara la conducta del administrador dentro de un rango relativamente estrecho (por ejemplo, entre 1’3 y 3 o entre 1’5 y 5). La estrechez del rango se justifica porque, dentro del entero sistema sancionatorio que proponemos, no debería quedar ya mucho espacio para el denominado error de *enforcement* negativo⁷⁰.

No ignoro las resistencias que encontrará esta propuesta entre los juristas más celosos de nuestra tradición jurídica. Los daños punitivos representan para muchos la encarnación de instituciones

involving a conflict of interest should be specified in the law. The insider who acted while in a conflict of interest situation, should be liable for losses suffered by the company, including lost profits that could have been obtained by contracting on better terms with another party. In cases where it is difficult to prove loss to the company, but possible to show profit to this insider or his family members, or affiliated persons, the insider should be liable up to the amount of profit (G. AVILOV, B. BLACK, D. CARREAU, O. KOZY, S. NESTOR y S. REYNOLDS, “General Principles of Company Law for Transition Economies”, *Journal of Corporation Law* 24 (1999), p.29).

⁶⁸ La lógica de esta clase de sanciones ha sido muy estudiada por el análisis económico del derecho (entre la abundante literatura, destacaríamos el análisis de A.M. POLINSKY y S. SHAVELL, “Punitive Damages: An Economic Analysis”, *Harvard. Law. Review* 11 (1998), pp. 500 ss.).

⁶⁹ Hemos localizado una propuesta similar a la nuestra en el llamado *Informe Preite*. En él, sin embargo, para evitar problemas probatorios (cuantificación del daño y relación de causalidad), se aboga por calcular el importe de los daños punitivos sobre la base de parámetros distintos (un porcentaje de los beneficios obtenidos por la sociedad, un múltiplo de la retribución del administrador, etc.). Se trata, ciertamente, de una sugerencia interesante (v. G. GUERRA MARTÍN, “El Informe sobre la sociedad abierta de la Asociación Disiano Preite: Un nuevo paso en el debate sobre el gobierno corporativo”, *Revista de Derecho de Sociedades* 9 (1997), p. 552). Con todo, pensamos que la nuestra resulta más ajustada. El problema derivado de la dificultad de cuantificar el daño o el lucro podría facilitarse atribuyendo expresamente al juez la facultad de hacer una “liquidación equitativa”.

⁷⁰ Es de recordar que el recurso a la técnica de los daños punitivos está justificada allí donde es muy pequeña la probabilidad de que los incumplidores sean efectivamente sancionados o -lo que es lo mismo- donde el error de *enforcement* negativo es muy grande. Es cierto que esta probabilidad se reduce notablemente con la inversión de la carga de la prueba a que hemos hecho referencia anteriormente y que la eficacia preventiva de la sanción ya se ha incrementado con la obligación de devolver el enriquecimiento (esto lleva a algunos a desaconsejar medidas punitivas en estos casos: v., por ejemplo, COOTER y FREEDMAN, *New York University Law Review* 66 (1991), p. 1070). En nuestra opinión, sin embargo, estas circunstancias seguramente aconsejan acortar el alcance de la pena privada e incluso establecerla con carácter meramente dispositivo, pero no eliminarla enteramente su necesidad. No puede olvidarse que el demandado ha de probar la cuantía del daño y del enriquecimiento (lo cual determinará que por lo general queden por debajo de los importes reales) y que, con todo, sus incentivos para litigar son limitados (al fin y al cabo, las cantidades recaudadas no ingresan en su bolsillo, sino en las arcas de la sociedad).

foráneas imposibles de casar con los principios domésticos. No obstante, pienso que este tipo de inquietudes no tardarán en desvanecerse. De hecho, bien miradas las cosas, enseguida advertimos que los daños punitivos de que hablamos son menos incoherentes con nuestro sistema de derecho privado de lo que a primera vista pudiera parecer. Recordaré a tal efecto la naturaleza exquisitamente contractual de la responsabilidad de los administradores y la evidencia incontestable de que, en el ámbito del contrato, nuestro derecho los admite sin ambages ni reticencias, aunque sea bajo otro nombre, en los arts. 1152-1155 CC. Es indudable, en efecto, que las sociedades pueden incorporar a sus estatutos cláusulas penales que garanticen el cumplimiento de los deberes de fidelidad. Nada tendría de extraño, por ello, que una empresa que sale a Bolsa opte, con el fin de maximizar el precio de venta de las acciones, por ofrecer como *bonding* de sus compromisos de lealtad el pago de una cláusula penal. De hecho, tenemos noticia de algún caso en que ha ocurrido algo de esto. Y siendo ello así, ¿qué sentido tiene oponer reparos a que lo haga la ley completando un contrato que los inversores no están en condiciones de completar? El hecho, además, de que la norma que introduce los daños punitivos sea meramente dispositiva, como postulamos, refuerza la idea de que estamos en el ámbito de la contratación y debilita la fuerza de la objeción cultural o del trasplante⁷¹.

c) No hace falta decir, que al lado de las sanciones propias del sistema de responsabilidad a que se ha aludido en los apartados anteriores, subsisten los remedios reales que procedan en cada caso: (i) acciones de impugnación, dirigidas a obtener la anulación de un acuerdo del Consejo o, en su caso, de la Junta general que contradiga los deberes de lealtad de los administradores o accionistas de referencia (normalmente habrá de instrumentarse a través de la infracción del “interés social”); (ii) acciones de nulidad, encaminadas a obtener la anulación de concretas operaciones que hayan sido realizadas contraviniendo las reglas derivadas del deber de lealtad; y (iii) acciones de cesación y remoción, cuya finalidad es obtener del Juez una resolución que ordene el cese de actividades prohibidas por el deber de lealtad -por ej., una actividad competitiva- o la remoción de los efectos causados por ellas.

⁷¹ La naturaleza dispositiva de la norma nos proporciona la tranquilidad de saber que puede ser modificada si, en un determinado caso, resulta ineficiente, lo cual es algo que ciertamente no se puede descartar. Alguien podría reponer que, para este viaje, más valdría dejar las cosas como están. Al fin y al cabo, si efectivamente interesa a las partes una regla de este tipo, siempre pueden introducirla en los estatutos a través de la correspondiente cláusula penal. La observación, sin embargo, no sería convincente dada la asimetría que existe entre “poner” y “quitar” cláusulas estatutarias restrictivas o “agresivas” respecto de los administradores. El origen de la asimetría no está sólo en el llamado “sesgo del *status quo*” sobre el que insiste la literatura conductista (v., por ej., R. KOROBKIN, “The Status Quo Bias and Contract Default Rules”, *Cornell Law Review* 83 (1998), pp. 608 ss.), sino -y sobre todo- en el hecho de que en su introducción es decisiva la iniciativa de los administradores (que, en principio, ofrecerán más resistencia), mientras que para su supresión lo crucial es la aceptación de los accionistas externos (en principio, más proclives a mantenerla) (para un mayor desarrollo de estas ideas, v. L.A. BEBCHUCK, “Optimal Defaults for Corporate *Law* Evolution”, *Northwestern University Law Review* 96 (2002), pp. 320 ss, disponible en http://law.harvard.edu/programs/olin_center/). Es cierto que los accionistas sufren problemas de acción colectiva, que puede facilitar la derogación de la norma aun en casos en que no resulte aconsejable, pero no lo es menos que la iniciativa de los *insiders* de introducir en los estatutos una cláusula de neutralización está sujeta a un elevado riesgo de castigo reputacional y ofrece información muy valiosa a los inversores para calcular el descuento que han de aplicar a los títulos de la compañía en cuestión. Tampoco puede olvidarse, en fin, que el derecho dispositivo cumple una función socializadora y de fijación de estándares de calidad certificados, que pone a quienes se apartan de él en la necesidad de ofrecer una justificación *especial* de sus conductas.

3. Bases para el tratamiento de la negligencia

3.1. En favor de una política de indulgencia con las infracciones del deber de diligencia

Al comienzo de la exposición decíamos que el enfoque unitario del régimen de responsabilidad de los administradores característico de nuestros sistemas jurídicos ha propiciado dos errores. Uno de defecto en el tratamiento de la deslealtad y otro de exceso en el tratamiento de la negligencia. Hasta el momento hemos intentado combatir el error de defecto estableciendo las bases para articular una política de severidad. A partir de ahora trataremos de corregir el error de exceso trazando las coordenadas de una política de indulgencia. Las razones que justifican esta apuesta por la indulgencia o benignidad en el diseño del régimen jurídico de la responsabilidad por *mismanagement* se reconducen a tres circunstancias examinadas en la primera parte de este estudio: (i) la existencia de un cierto alineamiento natural de los incentivos de los administradores y los intereses de los accionistas en este ámbito, lo cual permite presumir que las conductas negligentes representan para la compañía sólo un riesgo moderado; (ii) la existencia de mecanismos disciplinarios o de *enforcement* alternativos provistos por las fuerzas del mercado, que determinan que no haya una especial necesidad de contar con instrumentos legales de protección; y (iii) la existencia de una enorme incertidumbre sobre el juicio de negligencia, de la cual se derivan notables costes para la sociedad (escalada de las retribuciones, dificultades en el reclutamiento de consejeros de calidad; excesivas precauciones en el proceso decisorio; estrategias industriales conservadoras, etc.) (v. *supra* § 3).

La tarea que hemos de acometer ahora consiste precisamente en explorar cómo puede articularse e introducirse aquella política de indulgencia en los intersticios de nuestro sistema jurídico. Hemos apuntado que una política de esta índole se justifica por la necesidad de corregir los excesos de la doctrina tradicional sobre la responsabilidad por negligencia de los administradores. Las dimensiones en que encontramos los excesos, similares a aquéllas en que antes encontrábamos los defectos, son fundamentalmente las siguientes: (i) la relativa a la materia sujeta al control judicial de negligencia; (ii) la relativa al alcance subjetivo de la responsabilidad; (iii) la relativa a los incentivos existentes para litigar; y (iv) la relativa a las sanciones que corresponde imponer a los administradores que cometen faltas de diligencia.

No queremos decir con ello que abundan los casos en los repertorios de jurisprudencia, aunque han crecido considerablemente a partir del año 1989⁷². Lo que queremos decir es que se ha extendido la sensación de que los administradores están sometidos a un alto riesgo de responsabilidad, y de ello es quizás prueba indiciaria la rápida expansión experimentada por el seguro de responsabilidad civil de consejeros y directivos en los últimos años⁷³. La sensación de peligro está vinculada ciertamente a la modernización e internacionalización de nuestra economía, pero también a las señales de dureza lanzadas por el legislador a raíz de la reforma de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 (supresión de la franquicia por culpa leve; consagración expresa de la responsabilidad solidaria; reducción del

⁷² Ofrece algunos datos interesantes G. ESTEBAN VELASCO, "Algunas reflexiones sobre la responsabilidad de los administradores frente a los socios y terceros", *Revista de Derecho de Sociedades*, 5 (1995), p. 49.

⁷³ V., en la literatura más reciente, A. CAMPINS, "Seguro de responsabilidad civil de administradores y altos cargos", *working paper* de la UAM (en el archivo del autor), de próxima publicación en la *Revista de Derecho Mercantil*, pp. 2-5.

diez al cinco por ciento del porcentaje de capital necesario para ejercitar la acción de responsabilidad; eliminación de la posibilidad de excluir la responsabilidad mediante autorización a ratificación por la junta del acto lesivo, etc.). La doctrina ha contribuido también a este proceso favoreciendo una interpretación muy rigurosa de la normativa legal (extensión en vertical de la solidaridad, inversión de la carga de la prueba, definición estricta de los estándares de diligencia de acuerdo con patrones similares a las actividades profesionales, etc.).

3.2.. Discrecionalidad de las decisiones empresariales: un espacio de inmunidad

El primer objetivo que ha de proponerse una política de indulgencia es proporcionar a los administradores un colchón de seguridad que impida que sus decisiones empresariales y estratégicas puedan ponerse en cuestión a la primera de cambio.

a) Cabría pensar que la vía más adecuada para alcanzar este objetivo consiste en rebajar el estándar de diligencia exigible, para lo cual bastaría, en principio, con restablecer el llamado “privilegio romano”, en cuya virtud los administradores sólo responden por culpa grave. Esta es la solución adoptada para las sociedades colectivas por nuestro Código de Comercio (art. 144) y fue también la técnica seguida por la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, que exoneraba de responsabilidad a los administradores que hubiesen actuado con culpa leve u ordinaria (art. 79)⁷⁴ en contra de la regla general sobre la diligencia exigible en el cumplimiento de las obligaciones establecida en los Códigos Civiles (v. art. 1103 CC). Las razones en su momento alegadas por la doctrina para justificar esta anomalía dentro del sistema -“la dificultad de discernir si una operación dañosa obedece a negligencia o al riesgo empresarial y la dificultad de reclutar administradores valiosos si se les expone a un riesgo de responsabilidad por faltas leves de negligencia”⁷⁵- coinciden sustancialmente con las que dan soporte a nuestra política de indulgencia. Sin embargo, ello no quiere decir que la reducción de la diligencia exigible sea el cauce más adecuado para avanzar en el objetivo que nos hemos marcado⁷⁶. El problema reside en su carácter “sobre-inclusivo”. Al operar sobre el módulo de diligencia, la rebaja se extiende a toda la actividad de los administradores y, por tanto, también a la que queda fuera de la zona de incertidumbre, como es por ejemplo la relativa al cumplimiento de los deberes específicamente establecidos por la ley y por los estatutos (por ejemplo, convocar Junta, formular cuentas, informar a los reguladores, etc.). Y la verdad es que no hay razón alguna para que la franquicia se extienda a estos ámbitos, puesto que en ellos la actividad de los administradores no está sujeta a riesgos de error y sobrecumplimiento relevantes, que son cabalmente los que justifican la indulgencia.

⁷⁴Recuérdese que dicho precepto sólo permitía proceder contra los administradores que hubiesen causado daño “por malicia, abuso de facultades o negligencia grave”.

⁷⁵ Cfr. J. GARRIGUES en J. GARRIGUES y R. URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid 1976, 3ª ed., vol. I, pág. 164. La jurisprudencia captó igualmente el sentido del privilegio: “la calificación de culpa que el legislador ha establecido en el artículo 79 [...] más que producto de una concreta técnica legislativa, es consecuencia de una inequívoca intención legislativa, al objeto de evitar la resistencia a aceptar el cargo de administrador que se produciría si la responsabilidad se extendiera a las faltas leves de diligencia” (STS 13-X-1986, Ar. 3849).

⁷⁶ Hay tratadistas muy autorizados que, sin embargo, la defienden: v., por ej., H.J. MERTENS, “Organhaftung” en D. FEDDERSEN, P. HOMMELHOFF y U.H. SCHNEIDER (eds.), *Corporate Governance*, Köln, 1996, p. 163.

b) El camino a seguir consiste justamente en aislar aquella franja de actividad de los administradores en que la responsabilidad puede ser más costosa para la sociedad -la relativa a las decisiones empresariales, a las decisiones que afectan a la organización y al negocio de la compañía, que es donde la incertidumbre sobre el juicio de negligencia es más elevada- y en proteger *la discrecionalidad técnica de los administradores*. Para alcanzar este objetivo, es preciso garantizarles que sus decisiones empresariales no serán revisadas por los jueces desde el punto de vista de su corrección técnica o adecuación al estándar de diligencia del ordenado empresario. Se trata, por consiguiente, de crear un espacio de inmunidad⁷⁷. La propuesta equivale a incorporar a nuestros sistemas jurídicos la *business judgement rule*, tempranamente desarrollada por la jurisprudencia norteamericana. Las razones generales que justifican la sustracción de esta franja de actividad al escrutinio judicial son las mismas que abonan la política de indulgencia; las particulares que hacen preferible esta técnica de indulgencia a otras a pueden sintetizarse así: (i) no existe una *lex artis* consolidada que pueda servir de referencia para juzgar las decisiones empresariales; no existe y no sería bueno que existiese toda vez que lo que se espera en este ámbito de decisión es la innovación y la asunción de riesgos; (ii) los jueces están poco preparados para revisar la actividad desarrollada por los administradores en el ámbito empresarial o de negocio y, en todo caso, no parece sensato sustituir las decisiones gerenciales por decisiones judiciales (una política judicial agresiva con los errores de gestión equivaldría a replicar los costes de la gestión e intervención de las empresas por el Estado); y (iii) el riesgo asociado al “sesgo de selección” está agravado en materia empresarial, pues las demandas de responsabilidad tienden a proliferar cuando ha habido malos resultados y, siendo así, puede resultar difícil sustraerse a la tentación de concluir que el origen de los daños que han aparecido *ex post* está en decisiones negligentes adoptadas *ex-ante*⁷⁸.

La prensa nos informaba hace unos meses de que un grupo de pequeños accionistas de un conocido Banco de nuestro país ha promovido una acción de responsabilidad contra su Consejo de Administración por los daños causados por “las desastrosas inversiones efectuadas por el Banco en Argentina”, que según datos aportados en la demanda han supuesto un perjuicio de 1.792 millones de euros para la sociedad⁷⁹. Pido al lector que se pare un momento a pensar en las dificultades que entrañaría administrar las compañías financieras e industriales en un país en que proliferasen demandas de esta naturaleza. El riesgo de que al final acabase prevaleciendo un mal entendido *principio de prudencia*, como ha sucedido en la célebre sentencia del Tribunal Supremo en el caso de la

⁷⁷Como precisa el *Informe Aldama*, “las exigencias derivadas del deber de diligencia -obtención de información, dedicación, participación en la formación colegiada del criterio- no deberían eliminar el ámbito de discrecionalidad o competencia técnica de las decisiones empresariales propias de la administración de la sociedad” (apartado III.2.1 *in fine*).

⁷⁸ Para una primera aproximación a estas cuestiones resulta inexcusable acudir, dentro de nuestra doctrina, a J.O. LLEBOT, *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, Madrid 1996, pp. 73-84. El lector interesado en la significación económica de la regla del juicio empresarial puede consultar -me limito a mencionar, dentro una literatura muy vasta, un par de trabajos recientemente traducidos a nuestra lengua- H. FLEISCHER, “La *Business Judgment Rule* a la luz de la comparación jurídica y de la economía del derecho”, *Revista de Derecho Mercantil*, 246 (2002), pp. 1727 ss.; y F.H. EASTERBROOK y D. R. FISCHER, *La estructura económica del derecho de las sociedades de capital*, trad. esp., Madrid 2002, pp. 119 ss. No estará de más indicar, en fin, que la propuesta que efectuamos goza, además, del respaldo de la doctrina que más esfuerzo ha dedicado -y más reconocimiento ha obtenido- en materia de órganos sociales (v. G. ESTEBAN VELASCO, “Una nueva manera de entender e impulsar la evolución del sistema de gobierno de las sociedades cotizadas” en G. ESTEBAN VELASCO (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid 1999, pp. 43-44).

⁷⁹ V., por ej., *El Mundo*, 1-IV-2002, p. 25.

papelera *San José*, que ha recurrido al principio de prudencia contable⁸⁰, no es despreciable. “El concepto de persona prudente -como se ha dicho con acierto- no es deseable en el ámbito de la dirección empresarial. Por razones de interés público, la innovación y la asunción de riesgos deberían de ser alentadas”⁸¹.

La objeción de que en ocasiones se hace blanco esta propuesta es de orden cultural: se trataría, una vez más, de la importación de un invento americano incompatible con nuestra tradición. La objeción, no obstante, puede replicarse con facilidad apelando de nuevo a las ineficiencias derivadas de “la dependencia del contexto” o *path dependence* que subyace al argumento de la incompatibilidad con la tradición. Pero en este caso puede decirse más. Puede decirse que si la creación de una forma de inmunidad para los errores de gestión está justificada en alguna parte, ésta es justamente en nuestros países continentales, y ello: (i) porque nuestros jueces son menos sofisticados, están menos familiarizados con las interioridades de las operaciones mercantiles y financieras y, además, tienen una tendencia más burocrática y formalista⁸²; (ii) porque los *managers* de nuestras compañías, al estar bajo el ojo vigilante de los accionistas de control, necesitan aún menos que en el ámbito anglosajón del escrutinio judicial (recuérdese que nuestros mercados de capitales presentan una estructura de propiedad muy concentrada); y (iii) porque lo último que necesitan nuestras tradiciones son instituciones que fomenten el conservadurismo y la inercia; nuestro desafío es crear las condiciones más propicias para el desarrollo de una cultura de riesgo e innovación. Tan es así que, de vez en cuando, los miembros más sensibles de nuestra judicatura se ven en la necesidad de enmendar la plana a la doctrina que prevalece⁸³. Una reciente sentencia de la Audiencia Provincial de Córdoba, a pesar de estar inserta en una zona de escaso desarrollo industrial, es particularmente elocuente. En ella se aboga por reconocer a los administradores:

“un cierto status privilegiado en lo que concierne al régimen de responsabilidad imputable por su actuación orgánica al frente de la sociedad, de modo que no se llegue a poner en peligro la integridad de su patrimonio personal”. De no compartirse esta opinión, agrega la Sala, “estaríamos convirtiendo la actividad de los administradores en una profesión de alto riesgo [...] El daño puede ser atribuible a una gran diversidad de factores, la mayoría de los cuales no deberían imputarse directamente a la gestión de los administradores por ser ellos -sobre todo cuando son partícipes- los primeros interesados

⁸⁰ STS 11-5-1991, (Ar. 3637)

⁸¹ PH. C. SORENSEN, “Discretion and Its Limits. An Analytical Framework for Understanding and Applying the Duty of Care to Corporate Directors (and Others)”, *Washington University Law Review* 66 (1988), p. 573, nt. 66).

⁸² Son altamente ilustrativos al respecto los trabajos de ENRIQUES sobre la judicatura italiana mencionados en la nota 22 anterior.

⁸³ Y lo mismo sucede en otros países continentales de nuestro entorno, que avanzan rápidamente hacia la incorporación a sus ordenamientos internos de la *business judgment rule*. En Italia destaca la sentencia de la *Corte Cassazione* de 12-XI-1965 (num. 2359) y en doctrina, F. BONELLI, “La responsabilità degli amministratori” en G.E. COLOMBO y G.B. PORTALE (dirs.), *Trattato delle società per azioni*, vol. IV, Torino 1991, pp. 361 ss.; en Suiza, v. A.R. GRASS, “Management-Entscheidungen vor dem Richter. Schranken der richterliche Überprüfbarkeit von Geschäftsentscheiden in aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsprozessen”, *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaft* 2000, pp. 3 ss.. Incluso el país que se mostraba más reacio -Alemania- ha acabado rindiéndose. El hito ha sido la decisión en el caso *Arag* del Tribunal Supremo Alemán, al que siguió el celebre estudio del profesor PETER ULMER sugiriendo introducir dicha regla al § 93 *Aktiengesetz*. La propuesta de ULMER ha sido acogida fervorosamente por la Comisión designada por el Gobierno alemán para la reforma del gobierno corporativo (v. BAUMS (ed.), *Regierungskommission Corporate Governance*, cit., núm. 70, pp. 107-108).

en el éxito económico. Ha de tenerse en cuenta que, en casi todas las ocasiones, las decisiones que la sociedad requiere supone la asunción de riesgos que son, precisamente, los que justifican los beneficios”⁸⁴.

c) La inmunidad de las decisiones empresariales frente a la acción de responsabilidad no puede conducir, sin embargo, a la impunidad generalizada de los administradores en el vasto territorio de la negligencia. El alcance de la inmunidad ha de quedar debidamente acotado. La fenomenología de los actos de negligencia puede reducirse a cinco grandes categorías de casos, que ordenamos en función de su gravedad creciente: (i) casos de *deficiencia de juicio*, caracterizados por valoraciones incorrectas y equivocaciones técnicas; (ii) casos de *deficiencia informativa*, en los que el reproche radica en no haberse informado adecuadamente⁸⁵; (iii) casos de *deficiencia procedimental*, que tienen lugar cuando no se siguen los protocolos establecidos para la adopción de decisiones y presentan una notable relevancia debido a la creciente “procedimentalización” del derecho de sociedades; (iv) casos de *deficiencia en la implicación*, producidos por la actitud perezosa e indolente y, en general, por la escasa involucración del administrador en las tareas que tiene encomendadas (en nuestra práctica se habla de “consejeros de adorno” o “consejeros pasivos”); y (v) casos de *deficiencia de imparcialidad*, que se producen cuando los administradores tienen algún interés personal en las decisiones (en rigor, aquí estamos ya a orillas o dentro de la deslealtad)⁸⁶. Pues bien, la inmunidad de que venimos hablando ha de limitarse, en nuestra opinión, a la primera categoría de casos de negligencia y, aún así, con una excepción a la que enseguida aludiremos. Ello significa que la sustracción de los actos de gestión empresarial al escrutinio judicial ha de quedar legalmente supeditada al cumplimiento de ciertas condiciones previas y, en particular, a las siguientes: (i) a que los administradores hayan obtenido una información razonable sobre la decisión; (ii) a que hayan seguido los procedimientos formalmente establecidos para su adopción; y sobre todo (iii) a que no tengan interés personal en cualquier consecuencia directa o colateral de la misma. No parece necesario detenerse ahora sobre el alcance de estas condiciones⁸⁷. No obstante, resulta oportuna una puntualización técnica, y es que el incumplimiento de cualquiera de ellas no debe determinar por sí mismo la responsabilidad de los administradores, sino tan solo la ruptura de la inmunidad, con la consecuencia de que, a partir de este momento, el Juez queda de nuevo investido de autoridad para entrar en el análisis de fondo de la decisión empresarial que ha causado el daño y, llegado el caso –es decir, acreditada su incompatibilidad con el estándar de diligencia del ordenado empresario-, para imponer la responsabilidad por negligencia.

d) Para cerrar el tratamiento de esta materia es conveniente hacer una nueva acotación al espacio de inmunidad. La decisión empresarial o *business judgment* abarca toda la actividad discrecional que

⁸⁴ SAP Córdoba 27-1-1997, ARC 1997-1, p. 94.

⁸⁵ Ciertamente, estos casos son en ocasiones muy difíciles de separar de los anteriores y, además, presentan dificultades a la hora de evaluar la causalidad (un fallo en la obtención de la información no significa que la decisión dañosa no se habría adoptado).

⁸⁶ La tipología o taxonomía expuesta ha sido elaborada por M.J. WHINCOP, *An Economic and Jurisprudential Genealogy of Corporate Law*, ALDERSHOT 2001, pp. 87-91.

⁸⁷ Son las condiciones estándar de aplicabilidad de la *business judgment rule*: v., por todos, CH. CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986, pp. 123 ss.; y en nuestra literatura, LLEBOT, *Deberes de los administradores*, cit., pp. ss. y G. GUERRA MARTÍN, *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses*, Navarra 2003, pp. 438 ss.

desempeñan los administradores para la realización de sus funciones de gestión, dirección y supervisión y, por tanto, incluye también aquel sector de actividad en el cual los administradores – normalmente los administradores externos- están llamados a tomar decisiones de supervisión que pueden plantear conflictos de interés entre los altos directivos u otros administradores –o personas o entidades allegadas a ellos- y la compañía. Pues bien, este tipo especial de decisiones deben exceptuarse del beneficio de la inmunidad. La justificación de ello no radica sólo en la natural inclinación a la deferencia con los compañeros o en el que se ha denominado “riesgo de complot” - “hoy por ti, mañana por mí”⁸⁸-, sino también en el hecho de que estas decisiones tienen a menudo un contenido tan deontológico como estrictamente tecnológico. He aquí algunos ejemplos típicos de esta constelación de casos: fijación de retribuciones de otros administradores y ejecutivos; adopción de medidas defensivas en batallas por el control; aprobación de transacciones vinculadas; *greenmail* o recompra de acciones propias a accionistas significativos; etc. Lo característico de todos estos ellos es su condición de casos mixtos o fronterizos, pues envuelven a la vez decisiones empresariales (que no deben ser intervenidas) y posibles conflictos personales (que deben estar sujeto a un escrutinio estricto). En relación con ellos puede hablarse de un tercer deber, que se hallaría a mitad de camino entre el deber de diligencia y el deber de lealtad: *el deber de independencia*. La elevación a categoría de este *tertium genus* es importante porque nos permitirá disponer de un nuevo espacio de discusión y reflexión dentro del cual tendremos que elaborar los criterios y desarrollar las prácticas que nos ayuden a responder a esta pregunta: ¿cómo debe actuar un administrador o un consejo verdaderamente independiente? Desde el punto de vista de su tratamiento normativo, lo procedente es arbitrar un régimen de responsabilidad intermedio: no tan indulgente como el propio de la responsabilidad por negligencia ni tan severo como el aplicable a la responsabilidad por deslealtad⁸⁹.

3.3. Moderación del alcance subjetivo de la responsabilidad por negligencia

La política de indulgencia que venimos defendiendo aconseja también moderar el alcance subjetivo de la responsabilidad por negligencia de los administradores. De lo que se trata, una vez más, es de que el derecho no se interprete o fabrique de espaldas a la realidad organizativa de las grandes empresas, sujetas a un creciente proceso de descentralización y diferenciación funcional. En este ámbito quisiera realizar tres puntualizaciones muy breves, todas ellas a contracorriente de las opiniones que parecen prevalecer en nuestra doctrina⁹⁰:

⁸⁸ Para una deliciosa descripción de esta tendencia a la “armoniosa cooperación” v. BRANDEIS, *El dinero de los demás*, cit., p. 71.

⁸⁹ Para un mayor desarrollo de estas ideas, v. A.R. PALMITER, “Reshaping the Corporate Fiduciary Model: A Director’s Duty of Independence”, *Texas Law Review*, 67 (1989), pp. 1351 esp. 1446-1448. Me parece que en una línea similar se orienta BLACK cuando propone un *duty of special care*: v. B. BLACK, “The Core Fiduciary Duties of Outside Directors”, *Asia Business Law Review* 2001, pp. 26-28, también disponible en <http://www.ssrn.com>). Quedan fuera de este ámbito las decisiones estratégicas de diversificación, sobre-inversión, sobre-expansión (*empire buildings*), renuncia a emprender proyectos rentables, pero que entrañan riesgos para la conservación del empleo, etc. Aunque ciertamente plantean intereses encontrados, pertenecen al núcleo de la *business judgment rule*. La forma de combatir las es creando cultura corporativa en torno al principio de maximización del valor de la empresa y adoptando estructuras de incentivos aptos para neutralizar sus riesgos.

⁹⁰ Un buen exponente de ellas lo encontramos en el trabajo de J. QUIJANO, “La responsabilidad de los consejeros” en G. ESTEBAN VELASCO (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid 1999, pp. 578 ss.

a) La primera tiene que ver con la “dualización” del consejo de administración, en el que conviven consejeros internos (con funciones ejecutivas) y consejeros externos (con funciones de control), un proceso que, en última instancia, obedece a la progresiva consolidación del llamado *modelo de supervisión* y al ocaso correlativo de los modelos tradicionales: -el modelo gerencial, el modelo representativo y el modelo participativo. Esta circunstancia no significa, obviamente, que hayan de separarse radicalmente las responsabilidades de uno y otro tipo de consejeros⁹¹. Pero es indiscutible que determina la necesidad de modular sus deberes de diligencia en atención a su distinto papel en el consejo.

b) Es preciso asimismo sentar una regla de confiabilidad en la información interna, en cuya virtud los administradores se vean libres de responsabilidad cuando adopten decisiones atendiendo a la información, opiniones y prestaciones de comisiones y consejeros delegados, directivos y empleados de la sociedad, cuya competencia y credibilidad no ofrezcan razones para la duda⁹².

c) La última observación versa el carácter solidario de la responsabilidad de los administradores que consagra nuestra legislación (art. 133.3 LSA). Cómo es sabido, la regla de la solidaridad es un precipitado necesario del principio de colegialidad que rige el funcionamiento de los órganos de administración y, en esa medida, es formalmente irreprochable. Ahora bien, es una regla que no puede aplicarse mecánicamente, “tirando del compás” y “caiga quien caiga”. Incluso dentro de su ámbito de aplicación propio -que es el del Consejo actuando como tal⁹³-, ha de modularse en atención al principio de división del trabajo, allí donde organizativamente está justificado. Una división del trabajo correctamente establecida debería operar, en efecto, como “cortafuegos” de la

⁹¹ V. C. PAZ-ARES, “La Ley, el mercado y el gobierno de las sociedades”, *Ius et Veritas* 24 (2002), p.141-142. La ventaja del sistema monista configurado de conformidad al modelo de supervisión radica precisamente en que separa las funciones, pero no escinde las responsabilidades, y como fácilmente se advierte, la vía más efectiva para hacer efectivo el control consiste en responsabilizar de la gestión al propio órgano de supervisión.

⁹² La regla se inspira en la *section* 4.02 y 4.03 de los *Principles of Corporate Governance* del American Law Institute.

⁹³No hace falta decir que, en atención justamente al principio de colegialidad que la justifica, la regla de la solidaridad sólo opera horizontalmente y, en ningún caso, puede extenderse en vertical, a los órganos delegados (consejeros delegados y comisiones ejecutivas). Si hacemos esta precisión es porque advertimos una peligrosa tendencia de rigor en nuestra doctrina más reciente, cuyos resultados conducen a alargar la solidaridad entre órganos delegantes y órganos delegados, con la grave consecuencia de imputar al órgano delegante al Consejo de administración -las faltas de los órganos delegados o, cuando menos, la carga de la prueba de no haber actuado negligentemente (v. por ejemplo, A. ALONSO UREBA, “Presupuestos de la Responsabilidad Social de los Administradores de una Sociedad Anónima”, *Revista de Derecho Mercantil* 198 (1991), p. 100; QUIJANO, “Responsabilidad de los consejeros”, cit., pp. 578 ss.). Un planteamiento de esta naturaleza resulta no sólo insoportable económicamente, sino también insostenible jurídicamente. Para enfocar debidamente esta cuestión ha de partirse de una circunstancia indiscutible, y es que la delegación de facultades modifica el contenido de los deberes de los miembros del órgano de administración: transfiere el deber de administrar y sólo retienen los deberes de designar, instruir y vigilar, lo que ha dado en llamarse la “función general de supervisión” (*Informe Olivencia*, apartado II.1.1). Consiguientemente, el juicio de diligencia debe proyectarse sobre los cometidos materiales de cada cual (v. J.L. IGLESIAS PRADA, *La Delegación de Facultades en la Sociedad Anónima*, Madrid 1972, pp. 130-131; E. POLO, “Los Administradores y el Consejo de Administración”, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), *Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles*, vol. VI, Madrid 1992, pp. 465-467; J. QUIJANO, *La Responsabilidad Civil de los Administradores en la Sociedad Anónima*, Valladolid 1985, pp. 286-287; F. SÁNCHEZ CALERO, “Supuestos de Responsabilidad de los Administradores en la Sociedad Anónima”, *Estudios en Homenaje a J. Girón Tena*, Madrid 1991, pp. 928-93; y E.G. ESTEBAN VELASCO, “Responsabilidad de los Administradores”, *Enciclopedia Jurídica Básica Civitas*, Madrid 1995, vol. IV, p. 5914). Para enjuiciar al órgano delegado, habrá que examinar si cumple diligentemente con su deber de gestionar; para enjuiciar al órgano delegante, habrá que ver si cumple con diligencia sus deberes de supervisión. Por tanto, el hecho de que

responsabilidad, y así viene entendiéndolo la doctrina más atenta⁹⁴. Esto significa que la responsabilidad de cada cual ha de enjuiciarse atendiendo a su actuación individual cuando se le hubieran asignado funciones en forma personal (imagínese, por ejemplo, el caso de un consejero independiente que ha sido reclutado en función de su especial capacitación contable). La matización que sugerimos se justifica porque ayuda a rebajar la incertidumbre, facilita el proceso de toma de decisiones y, en última instancia, favorece el desarrollo de organizaciones más eficientes. No obstante, ha de adoptarse con cautela al objeto de evitar el riesgo de desintegración del Consejo y el peligro de que se utilice como treta o escaramuza para ponerse al abrigo de responsabilidades pasando la “patata caliente” al prójimo. El principio de responsabilidad solidaria tiene que aplicarse a rajatabla cuando los criterios de división del trabajo no estén adecuadamente formalizados o no obedezcan a razones fundadas y plausibles desde el punto de vista organizativo. Aun así, imaginamos que la consagración legislativa de una moderación de esta naturaleza puede crear resquemores y toparse con resistencias por parte de los que no están dispuestos a abdicar del dogma heredado de la solidaridad⁹⁵.

3.4. Necesidad de contener la litigación en materia de responsabilidad por negligencia

La política de indulgencia por la que venimos abogando parte de la presuposición de que, en el plano de la negligencia, el nivel de litigación socialmente óptimo debe ser muy bajo. Es cierto que cuando el derecho es indeterminado, la litigación crea la oportunidad para que los jueces detallen el derecho y, de este modo, contribuyan a reducir la incertidumbre jurídica y las ineficiencias que le son inherentes. En consecuencia, cabría argüir aquí, al igual que hemos argüido al tratar el problema de la deslealtad, que la litigación puede ser coste-efectiva y socialmente deseable. En nuestra opinión, sin embargo, el argumento resulta poco convincente en el ámbito de la negligencia, y ello porque en este terreno -especialmente cuando están en juego decisiones empresariales o de negocio- la información que puedan proporcionar los jueces es de escaso valor y generalmente estará muy condicionada a los antecedentes de hecho del caso. Nuestra sospecha por ello es que los beneficios que pueden obtenerse en términos de desarrollo de la doctrina jurídica y de incentivos para el cumplimiento diligente puede no justificar el coste sustancial que entraña para los accionistas la litigación estratégica. La consigna, por tanto, ha de ser minimizar la litigación. Para ello disponemos de algunas vías.

a) La primera consiste en mantener los requisitos y *quorums* de legitimación tradicionales (v. art. 134 LSA). La única cuestión que podría meditar es la relativa a la necesidad de ajustar la regla general que condiciona el ejercicio de la acción de responsabilidad por parte de la minoría a la posesión de

encontremos “en renuncio” al primero no autoriza por sí sólo para descalificar la actuación del segundo. Cada palo debe aguantar su juicio.

⁹⁴ V., por ej., TH. RAISER, *Das Recht der Kapitalgesellschaften*, Munich 1986, p. 71.

⁹⁵ Consecuentemente con lo dicho, hemos de reseñar el buen camino iniciado en solitario por el derecho argentino. Nos referimos a la reforma del art. 274 de la Ley de Sociedades Comerciales operada por la Ley 22.903, en cuya virtud, y sin perjuicio de la regla general de solidaridad, “la imputación de responsabilidad se hará atendiendo a la actuación individual cuando se hubieran asignado funciones en forma personal de acuerdo con lo establecido en el estatuto, el reglamento o decisión asamblearia”.

un 5% del capital a las dimensiones de las sociedades cotizadas. Quizá en este sector haya un poco de margen para la disminución.

b) Otra forma indirecta de reducir la litigación consiste en elevar los costes probatorios de los potenciales demandantes y, a tal efecto, ha de valorarse la oportunidad de poner a su cargo la carga de la prueba. El criterio que ha acabado por prevalecer en nuestra doctrina no se compadece, una vez más, con las exigencias de una política de indulgencia y con la racionalidad económica que la soporta, y ello porque impone a los administradores la carga de desvirtuar las acusaciones de negligencia de que hayan podido ser objeto. “Al actor -se afirma generalizadamente- le bastará con alegar el incumplimiento por el administrador de las obligaciones propias del cargo”. El demandado ha de probar “la ausencia de culpa, es decir, el empleo de los medios disponibles para impedir la ejecución de la medida dañosa”⁹⁶. Un planteamiento de este tipo, seguramente propiciado por la generosidad con que nuestros tribunales invierten la carga de la prueba en el ámbito de la responsabilidad extracontractual, pretende justificarse con la idea de la disponibilidad y facilidad de la prueba⁹⁷ y fundamentarse legalmente en el régimen de solidaridad de los administradores, del que sólo puede escapar quien pruebe que no ha participado en la adopción de la decisión (arts. 133.2 LSA).⁹⁸ El paradigma de esta posición es el derecho alemán, cuyo § 93 II *Aktiengesetz* expresamente previene que, en caso de duda, el *onus probandi* incumbe a los administradores⁹⁹. En nuestra opinión, sin embargo, este criterio deber ser revisado *de lege lata* y, desde luego, rechazado *de lege ferenda*¹⁰⁰. En efecto, si ante cualquier daño experimentado por la sociedad a consecuencia de una decisión de los administradores, obligamos a éstos a demostrar que no han actuado con culpa (culpabilidad) y que no han violado su deber de diligencia (antijuridicidad), estamos exacerbando el problema de la *overcompliance* asociado a la incertidumbre en que deben adoptar sus decisiones los administradores y propiciando el dispendio en medidas de precaución anticipadas que puedan ayudar a preconstituir la prueba (“murallas de papel”, etc.)¹⁰¹. El resultado nuevamente se revela contraproducente para el interés social. Por ello, sugerimos reconducir la doctrina más consolidada a los cauces de la llamada *Normentheorie*, a tenor de la cual incumbe a cada parte la prueba de los presupuestos de aplicación de la norma que le resulta favorable. En el fondo, nuestra propuesta es

⁹⁶ V., por ejemplo, L. FDEZ. DE LA GÁNDARA, en J y A. Garrigues Abogados, *Responsabilidad de consejeros y altos cargos de sociedades de capital*, Madrid 1996, p. 22; Alonso Ureba, RDM 198 (1991).

⁹⁷ Ahora reconocida en el art. 217.6 LEC (los administradores estarían típicamente más cerca de los medios de prueba que quienes ejercitan la acción de responsabilidad).

⁹⁸ V. Específicamente, R. GARCÍA VILLAVARDE, “Exoneración de la responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima por falta de culpa (art. 133.2 LSA)”, en *Estudios homenaje a F. Sánchez-Calero*, vol.II, Madrid 2002, pp.1341-1342.

⁹⁹ Die Beweislastumkehr nach § 93 II 2 geht über den allgemeinen zivilrechtlichen Grundsatz hinaus, wonach der Schuldner die Sorgfältige Pflichterfüllung zu beweisen hat (vgl. ss 282, 285 BGB) und wird von den Gerichten extensiv verstanden (RAISER, *Recht der Kapitalgesellschaften*, pp. 113-114; moderadamente crítico también W. GOETTE, “Zur Verteilung der Darlegungs- und Beweislast der objektiven Pflichtwidrigkeit bei der Organhaftung”, *Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 1995, pp. 648 ss.).

¹⁰⁰ No pueden desconocerse, sin embargo, las tendencias opuestas de un importante sector de la doctrina (una vez más puede servir como botón de muestra el análisis de QUIJANO, “Responsabilidad de los consejeros”, cit., p. 589, muy influido, en este punto, por el *Informe Preite*).

¹⁰¹ Sobre la incidencia del régimen de la prueba en estos aspectos, v. J.E. CALFEE y R. CRASWELL, “Deterrence and Uncertain Legal Standards”, *Journal of Law, Economics & Organisation* 2 (1986), pp. 295 ss.

muy simple; únicamente pide el restablecimiento efectivo de la norma general que en su momento recogía el venerable art. 1214 CC: *incumbit probatio qui dicit, non qui negat*¹⁰².

c) Hay que señalar, en fin, que la propuesta que efectuamos es perfectamente consistente con nuestro derecho sustantivo en vigor y, en particular, con el art. 133.2 LSA. Dicho precepto consagra el carácter solidario de la responsabilidad de los miembros del Consejo de Administración y, a renglón seguido, ciertamente dispone que los consejeros sólo podrán exonerarse de responsabilidad probando que no han contribuido y que incluso se han opuesto a la decisión mediante la cual se aprobó el acto lesivo. No obstante, de esta previsión no puede extraerse, como se hace a menudo, la conclusión de que el *onus probandi* esté invertido en materia de responsabilidad de los administradores. El precepto en cuestión tiene un alcance mucho más limitado. Para apercibirnos de ello hemos de tener en cuenta que una cosa es la prueba de la responsabilidad del órgano y otra, muy distinta, la prueba de la responsabilidad de sus miembros. Lo único que previene el art. 133.2 LSA es que, una vez probada la responsabilidad del órgano, se presume la responsabilidad de sus miembros. Pero de esta presunción secundaria, justificada por la dificultad de verificar *a posteriori* las deliberaciones de un cuerpo colegiado, no puede inferirse una presunción primaria. La carga de la prueba de la responsabilidad del órgano ha de asignarse con arreglo a los principios generales ya vistos, que necesariamente conducen a poner a cargo del demandante la prueba de la culpa y de la infracción de los deberes de diligencia de los administradores demandados¹⁰³.

3.5. Remedios para paliar las sanciones excesivas (y un alegato a favor de la libertad contractual)

El último plano sobre el que debe proyectarse el diseño de una política de indulgencia es el relativo a las sanciones. Desde el momento en que la sanción consiste “simplemente” en la reparación del daño causado, alguien podría objetar que la propia rúbrica de nuestro propio planteamiento deja al desnudo sus errores, pues nunca puede haber en el importe del daño causado un exceso de sanción. Quien así pensara estaría contemplando la cuestión desde la perspectiva de la función compensatoria de la responsabilidad civil (cosa que tiene un carácter bastante quimérico debido a la desproporción entre los daños posibles y los patrimonios disponibles) y no desde su función preventiva, que es la que aquí se ha privilegiado en consonancia con la naturaleza contractual de la responsabilidad de los administradores¹⁰⁴. Porque, en efecto, examinando la cuestión bajo esta óptica enseguida se advierte que cuantificar la sanción en función del daño puede ser contraproducente para la propia sociedad. Nuevamente hay que insistir en la aversión al riesgo de los administradores

¹⁰² La diferencia del tratamiento de la carga de la prueba en materia de negligencia y deslealtad (v. *supra* § 7c) se justifica, en última instancia, por los diferentes equilibrios que se producen en uno y otro ámbito entre los efectos productivos y los efectos distributivos de la litigación. En el ámbito de la deslealtad pesan los primeros sobre los segundos. En el ámbito de la diligencia, los segundos sobre los primeros (v., con referencia específica a la responsabilidad de los administradores, A. BERNARDO, E. TALLEY e I. WELCH, “A Theory of Legal Presumptions”, *Journal of Law, Economics and Organization* 16 (2000) pp. 1 ss., esp 24-29).

¹⁰³ Resultan muy atinadas a este respecto las observaciones de ESTEBAN VELASCO, “Responsabilidad de los administradores” *Enciclopedia Jurídica Básica Civitas*, Madrid 1995, IV pp. 5913-5914.

¹⁰⁴ Cuando hablo aquí de función preventiva, no lo hago en el sentido público de la expresión, sino en su sentido privado; en el sentido de su función moduladora de los incentivos de las partes.

y en el hecho de que esta aversión se agrava cuando están expuestos a perder grandes cantidades de dinero en relación a su fortuna personal. La aversión al riesgo puede resultar extraordinariamente costosa para la sociedad puesto que exacerba el problema de las políticas conservadoras y del dispendio en cautelas dirigidas a minimizar el riesgo de responsabilidad. En las reflexiones que se ofrecen a continuación se encuentran algunas soluciones de las que puede echarse mano para contrarrestar el problema.

a) Nuestra principal sugerencia en este terreno iría orientada, en principio, a establecer una limitación cuantitativa de la responsabilidad de los administradores por negligencia en atención a un múltiplo del importe global de su retribución anual (por ejemplo, 5 ó 10 anualidades)¹⁰⁵. Naturalmente, la limitación debería supeditarse a la satisfacción de ciertos requisitos elementales, tales como: (i) que la violación del deber de cuidado no sea consciente o intencional; (ii) que no implique un beneficio personal para el administrador; (iii) que no sea el resultado de una abdicación continuada de sus deberes para con la sociedad; etc. Como se ha adelantado ya, la justificación fundamental de la limitación cuantitativa de la responsabilidad radica en la necesidad de reducir la *elevadísima* aversión al riesgo que alternativamente sufriría el administrador con las nocivas consecuencias que ello puede tener para el interés de la sociedad¹⁰⁶. Pero hay que tener en cuenta, además, que la limitación es especialmente apropiada cuando la indeterminación del derecho es alta y la probabilidad de corrupción del agente es baja¹⁰⁷; y esto es justamente lo que ocurre con el deber de diligencia: el derecho que lo gobierna es una de las piezas más genéricas o indeterminadas del sistema jurídico y los administradores que quedan sujetos a él son personas que de ordinario no tienen incentivos para obrar negligentemente, pues actuar así -según se ha recordado ya- no les reporta ningún rendimiento directo y, en cambio, les expone a notables sanciones reputacionales y de mercado (v. *supra* § 4). El atractivo de la regla de la limitación de la responsabilidad reside, así pues, en su capacidad para establecer un compromiso razonable entre los intereses de los accionistas (a que la responsabilidad surta algún efecto preventivo sin crear incentivos fuertes para políticas conservadoras) y el interés de los administradores (a tener certidumbre sobre el importe máximo de su responsabilidad y no quedar expuestos al riesgo de tener que hacer desembolsos

¹⁰⁵ Propuestas de este tipo se han lanzado en los más diversos foros de gobierno corporativo: (i) en el área continental, es ilustrativa la discusión contenida en el Informe de la Comisión constituida por el Gobierno Alemán, aun cuando ciertamente, amparada en la generalización del seguro de responsabilidad civil de consejeros y directivos, no da el paso final (v. TH. BAUMS (ed.), *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance*, núm. 71, pp. 108-109); (ii) en el área anglosajona, la realizada por el American Law Institute (*Principles of Corporate Governance*, sect. 7.19, vol. II, p. 238); y (iii) en el área de las economías emergentes o en transición, la efectuada por el Grupo de Consultores Internacionales para la reforma de la legislación societaria en Corea (he aquí los términos en que se formula la recomendación: "*Articles 399 and 401-402 of the Commercial Code should be amended to provide that the personal liability of an independent director will be limited, in the case on non-wilful breaches of duty non-involving personal benefit for the director or the director's family, to a multiple [...] of the director's total annual compensation from the company (including the value of non-cash compensation)*" (B. BLACK, M. BARRY, T.J. O'BRIEN e Y. MOOSHIN, "Corporate Governance in Korea at the Millenium: Enhancing International Competitiveness (Final Report and Legal Reform Recommendations to the Ministry of Justice of the Republic of Korea, May 15, 2000)", *Journal of Corporation Law* 2001, p. 563).

¹⁰⁶ Podrían citarse otros beneficios adicionales de la limitación de responsabilidad tales como: (i) la posibilidad de una mejor aplicación judicial de los deberes de diligencia, pues los jueces son reacios a imponer indemnizaciones que se perciben como enormes por infracciones cuyo reproche social no es elevado; (ii) la reducción de la litigación; (iii) la rebaja del coste del seguro de responsabilidad civil; etc., pero entendemos que ninguna de ellas resulta especialmente relevante.

¹⁰⁷ El argumento ha sido desarrollado por R.H. KRAAKMAN, "The Economic Functions of Corporate Liability", en K. J. HOPT Y G. TEUBNER (eds.), *Corporate Governance and Directors' Liabilities*, Berlín-New Cork 1985, p. 178 y ss.

desproporcionados a su patrimonio, a su remuneración y a su dedicación). Ciertamente, cabría argüir que ese compromiso deja de ser necesario una vez que el riesgo de responsabilidad se ha mitigado a través de la *business judgement rule* y de las medidas que hemos sugerido anteriormente para reducir el nivel de litigación. No obstante, nosotros no vemos estas iniciativas como sustitutivas, sino más bien como complementarias. Aunque la *business judgement rule* debería servir como primera barrera de protección de los administradores, un administrador diligente que satisface cumplidamente el estándar de cuidado debido puede temer que el juez no perciba adecuadamente los hechos reales¹⁰⁸.

Las objeciones que podrían dirigirse contra esta propuesta desde el punto de vista jurídico -(i) que no cumple la función compensatoria que se espera de la responsabilidad; (ii) que resulta inequitativa para los accionistas; y (iii) que no es consistente con los principios de nuestra tradición jurídica- son todas ellas más aparentes que reales. La primera porque pasa por alto que la responsabilidad de los administradores es responsabilidad contractual y que, en consecuencia, no está sujeta a los imperativos propios de la responsabilidad extracontractual, cuya función primordial es la compensación de las víctimas (por lo demás, en nuestro contexto, la compensación es menos realizable y menos urgente)¹⁰⁹. La segunda porque no advierte que la limitación de la responsabilidad propuesta, lejos de ser inequitativa para los accionistas, puede justificarse precisamente sobre la base de la equidad o justicia conmutativa, ya que la reparación integral del daño implica de ordinario –especialmente en el caso de las sociedades cotizadas- el desembolso de cantidades excesivas, en el sentido de que no guardan proporción con la naturaleza de la ofensa, con el grado de culpabilidad o con los beneficios económicos que esperaba obtener el administrador por servir a la compañía. La tercera porque parte de una visión deformada del sistema de la responsabilidad contractual que ha cuajado en nuestra tradición jurídica. En efecto, frente a lo que a primera vista pudiera parecer, nuestra propuesta cuadra perfectamente con las reglas fundamentales del Código Civil relativas a la cuantificación de la responsabilidad por incumplimiento contractual. Nos referimos a la regla que establece la limitación de la responsabilidad a los daños previsibles en el momento de contratar (art. 1107 CC) y a la que reconoce a los jueces la facultad de moderar la indemnización en los casos de infracción no dolosa de los deberes contractuales de diligencia (art. 1103 CC). La regla de la moderación judicial habla por sí misma. La regla de la previsibilidad es algo más compleja. Para comprender por qué la he traído a colación en este contexto es conveniente recordar que una de sus aplicaciones más importantes -según han mostrado los estudios más recientes- se produce en aquellos casos en que desaparece o se desestructura completamente la relación entre prestación y contraprestación. De acuerdo con ella, podría sostenerse, en efecto, que, salvo prueba en contrario de la sociedad, el administrador no responde de los resultados lesivos cuyo potencial dañoso sea totalmente desproporcionado con los

¹⁰⁸ En este sentido v. los comentarios a las recomendaciones citadas en la anterior nota 87 del American Law Institute (*Principles of Corporate Governance*, vol. II, p. 240) y de la Comisión Gubernamental alemana (v. TH. BAUMS (ed.), *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance*, p. 108).

¹⁰⁹ Bajo esta perspectiva, bastaría con invocar el art. 1102 CC *a contrario* para apercibirnos de la posibilidad de limitar contractualmente -estatutariamente- la responsabilidad por negligencia. Este es el planteamiento de un sector minoritario de la doctrina europea (v., por ej., G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano 1956, pp. 358 ss.), cuyas tesis no han prevalecido frente a la inercia institucional de la doctrina mayoritaria, a la que se alude un poco más adelante (v. texto y nota 95).

beneficios y retribuciones que esperaba obtener de su puesto de trabajo¹¹⁰. Y así se demuestra *quod erat demonstrandum*: que en nuestro sistema de derecho privado existen principios que podrían conducir a resultados similares a los que conduce la propuesta de limitación cuantitativa formulada.

b) En el apartado anterior he sugerido la conveniencia de establecer una limitación cuantitativa de la responsabilidad de los administradores. Ahora he de precisar que, a mi modo de ver, la vía más apropiada para alcanzar este objetivo no consiste en codificar la limitación en una norma de ley, sino en habilitar a los estatutos para que puedan modificar el régimen legal de responsabilidad por negligencia sin otros límites que los generales¹¹¹. De este modo se “matan varios pájaros de un tiro”. Se abren las puertas a las limitaciones cuantitativas, que son las más interesantes en el ámbito de las sociedades cotizadas, y también a otras de diverso género, que permitirán ajustar el tratamiento de esta materia a las distintas circunstancias y preferencias de cada compañía y a las distintas funciones de cada administrador (no es lo mismo, en este sentido, un administrador ejecutivo que un administrador independiente)¹¹². Y además se mitiga el problema derivado de la asimetría entre “quitar” y “poner”, ya comentado en una página anterior, que puede propiciar una generalización excesiva de las cláusulas de exoneración. En este aspecto, hay que recordar de nuevo que es más fácil incorporar a los estatutos una cláusula de limitación de la responsabilidad beneficiosa para los accionistas que suprimir una perjudicial. La colaboración de los administradores está asegurada en el primer caso, pero no en el segundo, y esto es lo relevante para el diseño del derecho, aun en el caso de que las cláusulas limitativas sólo sean perjudiciales en un porcentaje ínfimo de casos¹¹³.

Con todo, soy consciente de que al hacer estas afirmaciones toco hueso. En nuestra cultura jurídica está tan interiorizado el paradigma institucional y la consideración imperativa de las normas sobre responsabilidad de los administradores que no parece fácil sacar adelante la propuesta¹¹⁴. Me

¹¹⁰ Este argumento ha sido adelantado en relación al caso similar de los auditores por F. PANTALEÓN, *La responsabilidad de los auditores: extensión, limitación, prescripción*, Madrid 1996, pp. 44-49.

¹¹¹ Las únicas cautelas que habría que adoptar son de tipo procedimental (*quorums* de votación reforzados, votaciones separadas de los accionistas minoritarios sin representación en el Consejo, etc.) al objeto de asegurar que las modificaciones estatutaria son realmente consentidas por los *outsiders*.

¹¹² He aquí algunos tipos de cláusulas limitativas que recojo de la práctica alemana de las sociedades de responsabilidad limitada, que es la única en el entorno continental europeo donde no se les ha puesto la proa: (i) cláusulas de exoneración por culpa leve; (ii) cláusulas en virtud de las cuales solamente puede exigirse la responsabilidad de los administradores en caso de quiebra; (iii) cláusulas de reembolso, cuya finalidad es garantizar a los administradores la indemnidad frente a reclamaciones de terceros por daños cometidos negligentemente en el ejercicio del cargo; (iv) cláusulas de defensa jurídica, que cubren los gastos procesales y profesionales en que deban incurrir los administradores para defenderse de toda clase de reclamaciones; (v) cláusulas de inversión de la carga de la prueba; etc., etc. (v. SCHNEIDER, en *Scholz GmbH-Gesetz Kommentar*, 8ª ed., vol. I, Köln 1993, § 43, Anm. 185, pp. 1675-1676).

¹¹³ Sobre este punto hemos de reenviar de nuevo al lúcido análisis de L.A. BEBCHUCK, “Optimal Defaults for Corporate Law Evolution” cit., pp. 332 ss.

¹¹⁴ No es momento de analizar ahora las razones aducidas para ello, que, en general, se reconducen a la supuesta incompatibilidad de las cláusulas modificativas de la responsabilidad con los principios configuradores del tipo de la sociedad anónima o con la naturaleza orgánica de la función administrativa. Una vez más planea el prejuicio del centralismo jurídico, que lleva a pensar que la abolición del régimen de responsabilidad dejaría sin control a las sociedades (v., J. QUIJANO, *La responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima*, Valladolid 1985, pp. 141-142; F. Sánchez Calero, “Supuestos de responsabilidad de los administradores en la Sociedad Anónima”, *Estudios en Homenaje a Girón Tena*, Madrid 1991, p. 924; A. ALONSO UREBA, “Presupuestos de la Responsabilidad Social de los Administradores de una Sociedad Anónima”, *Revista de Derecho Mercantil* 198 (1991), p. 656). Este punto de vista es enteramente compartido por la jurisprudencia. Sirva como botón de muestra la STS 30-XII-1997 (*La Ley* 4491 (3-III-98), pp. 10-11), en la que leemos: “La responsabilidad de los administradores tiene su origen en una obligación *ex lege* y,

permitirá por ello el lector que haga un hueco dentro de este trabajo para insertar un pequeño alegato o manifiesto a favor de la libertad contractual en el derecho de sociedades. A tal fin, y para no salirme del razonamiento que vengo desarrollando, me valdré de la institución del seguro de responsabilidad civil de administradores y directivos, al que han recurrido masivamente nuestras sociedades cotizadas a raíz de la reforma de 1989, que según indicamos en su momento, agravó el régimen legal de responsabilidad por negligencia¹¹⁵. La cobertura de las pólizas más extendidas en nuestra práctica comprende las indemnizaciones, sean a favor de la sociedad o de terceros, a cuyo pago resulten condenados los administradores, los gastos de defensa jurídica en que deban incurrir para hacer frente a las reclamaciones y las fianzas que tengan que depositar. El riesgo asegurado se circunscribe, como era de esperar, a la negligencia ("faltas de gestión"); queda excluido el dolo (art. 19 LCS) y -por extensión- la deslealtad, lo que las propias pólizas suelen denominar "actos realizados por los administradores con ánimo doloso, fraudulento, o tratando de obtener una ventaja o beneficio patrimonial propios"¹¹⁶.

Lo que me propongo es mostrar que la generalizada admisión en nuestra praxis societaria de esta singular modalidad asegurativa constituye una razón pragmática de primer orden para no oponer reparos a las cláusulas estatutarias modificativas y adaptativas de la responsabilidad de los administradores por negligencia dentro, claro está, de los límites admisibles en el derecho general de los contratos, que impiden la exoneración de la responsabilidad por dolo y -según algunos- por culpa grave (v. art. 1102 CC)¹¹⁷. En efecto, siendo la limitación estatutaria de responsabilidad funcionalmente equivalente al seguro de responsabilidad civil, no se acierta a comprender por qué se objeta una práctica y se bendice la otra. Naturalmente estoy a favor de admitir la posibilidad de asegurar la responsabilidad de los administradores, que facilita la consecución de buena parte de los objetivos de gobierno corporativo perseguidos con la política de indulgencia¹¹⁸, y me congratulo de compartir este punto de vista con la doctrina que prevalece. Lo que me causa perplejidad es que esta misma doctrina, que no opone resistencia al seguro ajeno, se obstina en rechazar autoseguro por la

por ello, un aspecto de institución de orden público o derecho necesario, que no puede soslayarse, mediante artificios estatutarios que directa o indirectamente tiendan a restringir el ejercicio de la acción social determinante de su declaración". De vez en cuando, sin embargo, se registra algún intento de apertura, a decir verdad todavía muy tímido (v., por ej., M. LLAVERO, "Pactos sobre la responsabilidad civil de los administradores ¿puede exonerarse la responsabilidad civil de los administradores de una sociedad?, *Otrosí* 23 (2001), pp. 12 ss.). Estando ya en segundas pruebas este trabajo, ha aparecido el muy interesante estudio de A. ROBLES MARTÍN-LABORDA, "La limitación estatutaria de la responsabilidad de los administradores frente a la sociedad", *Revista de Derecho Mercantil*, 248 (2003), pp. 683 ss., que aboga por planteamientos muy similares a los nuestros.

¹¹⁵ Para una defensa general de la libertad contractual me permito remitir a C. PAZ-ARES, "¿Cómo hacemos y cómo entendemos el derecho de sociedades?" en C. PAZ-ARES (coord.), *Tratando de la sociedad limitada*, Madrid 1997, pp. 159 ss

¹¹⁶ El lector interesado por el fenómeno en nuestra práctica y por el estado de la doctrina sobre esta modalidad asegurativa puede consultar, en la literatura más reciente, la monografía de A. RONCERO, *El seguro de responsabilidad civil de administradores de una sociedad anónima (sujetos, interés y riesgo)*, Navarra 2002 y el ya citado trabajo de A. CAMPINS, "El seguro de responsabilidad civil de administradores y directivos".

¹¹⁷ En la discusión general, nuestro criterio es favorable a la posibilidad de exonerar la responsabilidad por culpa grave (v. los argumentos que esgrime PANTALEÓN, *Responsabilidad de los auditores*, cit., pp. 51-52; ha de añadirse que la jurisprudencia ha comenzado también a revisar la vieja máxima *culpa lata dolo aequiparatur* (v. la interesantísima *SAP Bilbao* 22-V-1987).

¹¹⁸ V., con más detalle, A. CAMPINS, "El seguro de responsabilidad civil", cit., pp. 5-9.

propia sociedad, que en eso consisten las limitaciones de responsabilidad¹¹⁹. ¿Acaso cabe esperar que se comporte más diligentemente quien no se ve bajo la amenaza de tener que pagar una indemnización por estar asegurado que quien se halla en la misma situación por tener excluida estatutariamente su responsabilidad por culpa?. Las diferencias, como mucho, son cuantitativas, no cualitativas¹²⁰. Debo insistir por ello en que si la función preventiva de la responsabilidad de los administradores fuese -como se postula- realmente imperativa, lo lógico sería rechazar el seguro. Esta es la conclusión -infeliz, pero coherente- en la que desemboca un sector de la doctrina comparada¹²¹.

Ciertamente, algunos comentaristas o tratadistas se han percatado de la contradicción. La estrategia urdida para superarla se basa en el pago del precio del seguro, pero tampoco resulta convincente. Lo que se afirma ahora es que cuando es la sociedad la tomadora del seguro y, por tanto, la obligada a satisfacer el importe de las primas (como generalmente ocurre), el seguro de responsabilidad civil no resulta admisible por contradecir la naturaleza imperativa del régimen legal de responsabilidad. Los reparos desaparecen, en cambio, cuando el tomador del seguro y el obligado al pago es el propio administrador asegurado. El siguiente fragmento del profesor Fernández de la Gándara ilustra bien esta posición:

"el problema que se plantea en materia de responsabilidad civil de los administradores, en aquellos casos [...] en que es la propia sociedad la tomadora del seguro, no es otro que verificar si a través de esta cobertura especial tiene lugar, de hecho, una inadmisibles exoneración o limitación preventiva de la responsabilidad del deudor, lo que podría

¹¹⁹ Ilustra este punto de vista generalizado ITURMENDI, quien después de negar validez a las cláusulas estatutarias de limitación (pp. 77-78) admite sin reserva alguna los seguros de responsabilidad civil (p. 90) e incluso propicia su contratación: "recomendamos que preferentemente se lleve a cabo una política de aseguramiento de todos los miembros componentes de órganos colegiados de administración". Esta situación está muy extendida también más allá de nuestras fronteras: v., por ejemplo, H.J. MERTENS, en Hachnburg/Ulmer (eds.), *GmbH-Gesetz, Grosskommentar*, 8ª ed., II, Berlín-New York 1997, Anm. 89, p. 285 o la propia *sect. 310* de la *Companies Act* británica, que declara imperativas las reglas de responsabilidad, pero permite el seguro (también allí esta situación es fuente de perplejidades: v. C. BAXTER, "Demystifying D & O Insurance", *Oxford Journal Legal Studies* 15 (1995), pp. 541-542).

¹²⁰ El argumento no puede replicarse en el plano empírico aduciendo las propiedades de *monitoring* que cumplen las compañías aseguradoras al gestionar su negocio (examen de las personas aseguradas, elevación de las primas en caso de aumento de la siniestralidad, etc.). Todos estos son aspectos económicamente indiscutibles (v. C.G. HOLDERNESS, "Liability Insurers as Corporations Monitors", *International Review of Law & Economics* 10 (1990), pp. 115 ss.; N.O. SULLIVAN, "Insuring the Agents: The Role of Directors' and Officers' Insurance in Corporate Governance", *The Journal of Risk and Insurance*, 64 (1997), pp. 545 ss.; N.O. SULLIVAN, "The Demand for Directors' and Officers' Insurance by Large U.K. Companies", *European Management Journal* 20 (2002), pp. 574 ss.; etc.), pero jurídicamente poco relevantes. Si la responsabilidad de los administradores tuviera en verdad una función imperativamente preventiva -como la tiene, por ejemplo, la responsabilidad administrativa o la responsabilidad penal por actos negligentes- jurídicamente no sería admisible el seguro. ¿Acaso alguien piensa que cabría asegurar las multas de tráfico bajo el argumento de que el seguro de automóvil constituye un elemento de supervisión eficaz de los conductores?

¹²¹ He aquí algunos testimonios: "geht man davon aus, dass eine Haftungsmilddung im Verhältnis der Gesellschaft zum Geschäftsführer unbedenklich ist, so bestehen auch keine gesellschaftsrechtlichen Bedenken gegen eine entsprechende Haftpflichtversicherung durch die Gesellschaft oder gegen die Erstattung von Versicherungsbeiträgen" (U.H. SCHNEIDER, "Haftungsmilddung für Vorstandsmitglieder und Geschäftsführer bei fehlerhafter Unternehmensleitung?", *Festschrift für W. Werner zum 65. Geburtstag (Handelsrecht und Wirtschaftsrecht in der Bakpraxis)*, Berlín-New York 1994, p. 1124; R. C. THÜMMEL y M. SPARBERG, "Haftungsrisiken der Vorstände, Geschäftsführer, Aufsichtsräte und Beiräte sowie deren Versicherbarkeit", *Der Betrieb* 1995, p. 1017; etc.); "So long as the law imposes on directors duties of good faith and due care, it should not permit them to evade those duties

traducirse en un estímulo indirecto para la eliminación o disminución de los parámetros de diligencia a que se halla sujeto *ministerio legis*. Se trata de una materia particularmente delicada, al poner el juego los límites de la autonomía de la voluntad en un sector en que las normas que gobiernan la actividad de los administradores revisten la naturaleza de disposiciones de orden público¹²².

Ahora bien -me pregunto-, ¿qué importancia tiene quién pague la prima desde el punto de vista de la función preventiva? ¿acaso el administrador está más incentivado a ser diligente si abona él la prima que si la abona la sociedad? No parece que haya diferencias sustanciales entre una y otra hipótesis. La objeción que formulo tal vez podría replicarse cambiando de tercio y afirmando que, en realidad, la razón de ser de la imperatividad del régimen de responsabilidad por negligencia no reside tanto en el medio -la función preventiva- como en el fin -la protección de la sociedad-, y que este segundo objetivo queda plenamente salvaguardado cuando el seguro lo paga el administrador, pues al fin y al cabo la sociedad se garantiza la indemnización de los daños que pueda ocasionarle su gestión negligente. No sucedería lo mismo en el caso de que la prima fuese pagada por la sociedad, pues entonces no sería el administrador, sino la propia sociedad quien estaría proveyendo la garantía. El contrargumento, sin embargo, sería de una ingenuidad proverbial. En efecto, si todo el problema del seguro de responsabilidad civil reside en que lo paga la sociedad, el obstáculo puede eliminarse con el simple artificio de elevar la retribución de los administradores justamente por el valor de la prima. Se revela así la trivialidad o futilidad de la exigencia de que se haga cargo del seguro el propio¹²³, una exigencia que, por otro lado, no es inocua. Lo único que conseguimos con ella es agravar el problema de la selección adversa crónico de cualquier economía asegurativa, puesto que en ese caso la decisión de asegurarse es menos agrupada y más individual. El remedio es peor que la enfermedad.

Es probable que más de uno, aun estando de acuerdo con la línea de nuestra crítica, no se sienta satisfecho con la conclusión a que conduce. Ese hipotético interlocutor quizá piense que el argumento esgrimido efectivamente prueba una contradicción en el terreno de los principios, pero que en la vida del derecho hay ocasiones en que es necesario arbitrar compromisos pragmáticos. Es comprensible -añadiría tal vez mi interlocutor imaginario- que el legislador quiera mantener el régimen legal imperativo, pero que consienta, como mal menor, el seguro de responsabilidad, en aras a satisfacer una demanda razonable de quien de otro modo no estaría dispuesto a poner su talento al servicio de las empresas (o lo prestaría sólo a un precio prohibitivo para ellas) o de quienes, como accionistas, tendrían que resignarse a políticas empresariales de bajo riesgo y a procesos de decisión de alto coste¹²⁴. Hemos de admitir que un planteamiento de esta naturaleza

through the device of insurance purchased by the corporation" (P. BISHOP, "Sitting Ducks and Decoy Ducks: New Trend in the Indemnification of Corporate Directors and Officers", *Yale Law Journal* 77 (1968), pp. 1091 ss.); etc.

¹²² FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, 1996, p. 49; posturas similares se registran en otros países (v. por ej., H. Habetha, *Direktorenhaftung und gesellschaftsfinanzierte Haftpflichtversicherung*, 1995, pp. 183 ss.); incluso algún legislador ha previsto expresamente una prohibición del seguro de responsabilidad civil sólo para el caso en que sea tomado por la sociedad (v. *sect. 237 (3)* de la *Companies Act* australiana).

¹²³ Como se ha observado en relación a la norma australiana citada en la nota anterior, la restricción que introduce "is a futile one since there is nothing to stop the company paying the premium in the guise of an increased salary" (C. BAXTER, "Demystifying D & O Insurance", *Oxford Journal Legal Studies* 15 (1995), pp. 541, nt. 28).

¹²⁴ Esta parece ser la razón de la *sect. 310 Companies Act* inglesa que, no obstante declarar imperativo el régimen de la responsabilidad de los administradores, permite que la sociedad contrate un seguro de responsabilidad civil para ellos (v. BAXTER, *Oxford Journal Legal Studies* 15 (1995), pp. 542).

tendría una cierta apariencia. La pregunta que formularíamos a renglón seguido es la siguiente. Si el seguro de responsabilidad ha de permitirse para rebajar el coste del capital humano o reducir los costes asociados a la aversión al riesgo de los administradores, ¿qué sucedería entonces en la hipótesis de que, por una u otra razón coyuntural, hubiese una crisis en la industria del seguro de responsabilidad civil y se disparase el importe de las primas de tal manera que a la sociedad no le saliese a cuenta asegurar a sus administradores? Y que no le salga a cuenta significa que el coste de la prima es más elevado para ella que el riesgo de tener que pechar con el siniestro¹²⁵. En ese caso, habrá de convenirse que sería oportuno permitir que la compañía pudiera autoasegurarse mediante la introducción de una cláusula estatutaria de atenuación de la responsabilidad que hiciese factible el reclutamiento de los administradores deseados y creíble el desarrollo por su parte de una estrategia empresarial alineada con las preferencias de riesgo de los accionistas diversificados.

¿Cuál debería ser entonces la respuesta de un ordenamiento sensato? Para mí es muy clara: tendría que admitir las cláusulas limitativas porque subsisten las mismas razones pragmáticas que antes le habían llevado a admitir el seguro. Y si es así, ¿por qué no dejamos a las sociedades que elijan lo que mejor les acomode, lo que les resulte más económico: asegurar ellas directamente a los administradores (mediante modificaciones estatutarias del régimen de responsabilidad) o asegurarse indirectamente (mediante la contratación de un seguro)? La hipótesis que planteo no es, en absoluto, un ejercicio de imaginación. Ha tenido lugar hace algunos años en los Estados Unidos (1984-1986). La ola de fusiones y adquisiciones y el frenesí de operaciones de reestructuración que sacudió aquel mercado durante los ochenta generó una elevada tasa de litigiosidad, que se saldó con un endurecimiento por parte de los tribunales de la aplicación de la normativa legal y, en particular, de las exigencias de la *business judgment rule*¹²⁶. Como consecuencia de ello sobrevino una crisis sin parangón de la industria del seguro de responsabilidad civil. La situación ha sido descrita así:

“From 1984 through 1987, the market for directors’ and officers’ liability insurance experienced extreme dislocation -premiums skyrocketed, deductibles rose, limits decreased, substantive coverage contracted, and many commercial carriers left the market. Press reports proliferated of individuals refusing to serve on boards because insurance had lapsed or because they feared inadequate coverage. In addition, the percentage of outside directors declined for the first time in two decades”¹²⁷.

La reacción frente a esta tendencia no se dejó esperar. Los Estados reformaron sus leyes de sociedades con el fin de limitar la exposición de los consejeros a riesgos de responsabilidad y ampliar sus derechos a ser indemnizados por la sociedad. La reforma más popular fue la del Estado de Delaware, que desreguló totalmente en 1986 la responsabilidad por negligencia (en los dos años siguientes, le secundaron otros 41 Estados de la Unión). La reforma permitió modificar los estatutos

¹²⁵Matemáticamente esto sucede cuando el importe de las primas es mayor que el coste del siniestro para la compañía multiplicado por la probabilidad de que ocurra y corregido el producto por su coeficiente de aversión al riesgo.

¹²⁶El caso más significativo es, sin duda, *Trans Union*, donde se impuso responsabilidad a los consejeros por decidir rápidamente una fusión, aunque el precio de valoración de la compañía que salía de la relación de canje era superior a su precio de mercado (sobre él existe muchísima literatura crítica: v., por todos, D. R. FISCHER, “The Business Judgment Rule and the *Trans Union Case*”, *The Business Lawyer* 40 (1985), pp. 1437 ss.).

¹²⁷R. ROMANO, “Corporate Governance in the Aftermath of the Insurance Crisis”, *Emory Law Journal* 39 (1990), p. 1155.

de las sociedades para eliminar la responsabilidad de los consejeros por los daños negligentes y ello se hizo sin oposición de los accionistas y sin destrucción de valor. La evidencia empírica disponible así lo acredita: los precios del mercado no experimentaron ningún impacto negativo cuando las sociedades anunciaron sus propósitos de reformar sus estatutos para rebajar el *duty of care* o cuando sus juntas generales adoptaron los correspondientes acuerdos¹²⁸. El lector sacará su propia conclusión.

4. La reforma en marcha: problemas y soluciones

4.1. Luces y sombras del Proyecto de Ley de Transparencia

Con el telón de fondo que nos proporciona el modelo de regulación diferenciada o diversificada de la responsabilidad de los administradores delineado en las páginas anteriores, volvemos ahora la mirada al proceso de reforma iniciado por el *Proyecto de Ley de Transparencia*, cuya importancia para el futuro de nuestro sistema de gobierno corporativo no es necesario encarecer. Vaya por delante mi juicio favorable al Proyecto. Pienso que está bien orientado en sus líneas de fondo y que, en general, acierta a la hora de abordar la *cuestión de la competencia* para organizar el gobierno de la sociedad (autorregulación) y la *cuestión de la información* sobre dicho gobierno (transparencia)¹²⁹. En cambio, me parece que no resuelve satisfactoriamente la *cuestión de la responsabilidad*, que es la que aquí primordialmente interesa valorar¹³⁰. No quiero decir con ello que esté descaminado. El hecho de

¹²⁸ V. V. JANJIGIAN y P.J. BOLSTER, "The Elimination of Director Liability and Stockholder Return: An Empirical Study," *Journal of Financial Research* 13 (1990), pp. 53 ss.

¹²⁹ Con todo, tengo que señalar que en algunas regulaciones particulares hay espacio para la mejora. Destaco, en concreto, dos excesos, que a mi modo de ver deberían ser corregidos: la amplitud de los deberes de abstención consagrados en el nuevo art. 114.1 LMV y la amplitud con que se configura el derecho de información en el art. 112 LSA. La primera debe repararse exceptuando de la prohibición de uso de la delegación de voto aquellos casos en que el administrador haya recibido instrucciones precisas, sean directas (por ejemplo, "vote en contra de las propuestas no comprendidas en el orden del día") o indirectas (por ej., "vote siempre a favor de las propuestas del consejo"). La segunda ha de corregirse estableciendo expresamente que el derecho de información no es atendido fuera de la Junta general (se corre el riesgo de que la información se distribuya de manera asimétrica) y ni alcanza a materias no comprendidas en el orden del día (pues entonces se desnaturaliza el sentido de la información para la junta). En la sociedad anónima -y, específicamente, en la sociedad cotizada- la información ha de producirse centralizadamente y de forma estandarizada para todos los accionistas. Si esta información no se produce adecuadamente, el remedio no puede arbitrarse a través del derecho de información individual (cuyo potencial de perturbación para la sociedad y riesgo de distribución inequitativa son muy grandes). El remedio ha de buscarse mejorando las obligaciones generales de transparencia.

¹³⁰ En torno a estas tres cuestiones se articula el proyecto. Para entenderlo adecuadamente, me permitirá el lector que me retrotraiga por unos instantes al *Informe Aldama*, que está en su origen como expresamente reconoce el preámbulo. La apuesta fundamental del *Informe Aldama*, en cuya Comisión redactora tuve el honor de participar, es una apuesta por la autorregulación de los órganos de gobierno de la sociedad anónima y, especialmente, del órgano de administración. Se sitúa así en la senda abierta por el *Informe Olivencia*. La novedad es que esa apuesta se acompaña de dos garantías fundamentales. En efecto, para evitar que la autorregulación pueda convertirse en pretexto o coartada para la autoprotección, el *Informe Aldama* reclama el concurso del legislador para asegurar la transparencia de las estructuras y prácticas de gobierno y para conjurar los riesgos connaturales a las situaciones de conflicto de intereses. De esta manera, el equilibrio se articula sobre tres principios: el principio de libertad (autorregulación), el principio de publicidad (transparencia) y el principio de lealtad (responsabilidad). El *Proyecto de Ley de Transparencia* se inspira en las mismas fuentes. Opta claramente por la autorregulación. Lo único que pide es -siguiendo las recomendaciones del *Informe Aldama*- que se formalice en determinados documentos estándar: el reglamento del Consejo (art. 113 LMV) y el reglamento de la Junta (art. 115 LMV). Opta igualmente por la transparencia, y en este sentido dispone la publicación de los pactos parasociales (art. 112 LMV); establece la obligación de elaborar un Informe de gobierno

haber centrado su atención en los conflictos de intereses y de haber subrayado la importancia del deber general de lealtad lo sitúa en la senda correcta y, desde luego, le hace acreedor de nuestra simpatía. Lo que pretendo significar es que le falta sistema desde el punto de vista de la política jurídica y rigor desde el punto de vista de la técnica jurídica. Pienso por ello que la reforma podría ganar mucho si se completase materialmente y se depurase técnicamente en las próximas estaciones de su tramitación parlamentaria.

La reforma necesita completarse sobre todo en el ámbito de la responsabilidad por negligencia, que apenas ha sido tocado por el Proyecto. En mi opinión, sería una lástima que no se aprovechara esta ocasión para relajar el tratamiento de la responsabilidad de los administradores por infracción de los deberes de diligencia declarando un espacio de inmunidad para las decisiones empresariales y, en general, moderando el alcance de la responsabilidad en los términos que hemos sugerido en la tercera parte de este trabajo (abriendo camino a las limitaciones cuantitativas y al seguro de responsabilidad civil, modulando el deber de diligencia en función de las funciones efectivamente desempeñadas por cada administrador, restringiendo el significado de la solidaridad, restablecimiento de las normas tradicionales sobre la carga de la prueba, etc.). Hay que reiterar que el sentido de estas propuestas -por las que paulatinamente va optando el derecho comparado- no es de crear un reducto de impunidad para los administradores, sino establecer un marco que facilite el alineamiento de sus planes estratégicos con los intereses de los accionistas. Las razones han sido expuestas anteriormente (v. *supra* §§ 9-12). En el párrafo final veremos como pueden implementarse estos objetivos (v. *supra* § 17)

Pero además de ser completada materialmente en el ámbito de la negligencia, la reforma en curso debe ser depurada técnicamente en el ámbito de deslealtad. En el momento en el que entrego estas páginas a la imprenta, el texto disponible es el aprobado por la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso con competencia legislativa plena y publicado en el *Boletín Oficial de las Cortes Generales*, Congreso de los Diputados, VII Legislatura, Proyectos de Ley, 21 de mayo de 2003, núm. 137-7, pp. 51 y ss.). Las observaciones críticas que siguen se dirigen a este documento -cuyo contenido sigue muy de cerca los arts. 121 a 127 de la *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles* (PCSM)¹³¹- y versan sobre: (i) las imperfecciones sustantivas en la especificación de las obligaciones derivadas del deber general de deslealtad; (ii) las insuficiencias en la extensión del ámbito subjetivo del régimen de responsabilidad de los administradores; (iii) la falta de previsión de medidas que favorezcan la exigencia de responsabilidad por deslealtad y la efectividad de sus sanciones; y (iv) la ambigüedad en la definición del interés social. En el apartado siguiente me ocupo del primer punto. En el subsiguiente, agrupo el tratamiento de los tres restantes.

corporativo, con información completa y explicando el grado de cumplimiento del Código de Buen Gobierno bajo el principio *comply or explain* (art. 116 LMV) y previene la necesidad de tener permanentemente a disposición del público a través de la página web de la sociedad la información corporativa más relevante (art. 117 LMV). Sus opciones en materia de responsabilidad se discuten en el texto que sigue.

¹³¹Aprobada el pasado 16 de mayo de 2002 por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación y publicada por el Ministerio de Justicia en octubre de 2002.

4.2. Las imperfecciones en la especificación de los deberes de lealtad acometida por el *Proyecto de Ley de Transparencia*

El problema fundamental que presenta el Proyecto reside, sin duda alguna, en la definición de las obligaciones derivadas del deber general de lealtad. Las imperfecciones que advertimos se proyectan sobre distintas dimensiones de la regulación propuesta y consisten: (i) en la falta de claridad acerca del alcance general del deber de lealtad y de su relación con las obligaciones impuestas en los casos de conflicto de interés, que son las específicamente contempladas por el Proyecto; (ii) en la confusión entre obligaciones derivadas del deber de lealtad de carácter instrumental y obligaciones de carácter sustantivo; (iii) en la indeterminación de la naturaleza de las reglas aplicables a los supuestos de conflicto de interés; y (iv) en la inexacta delimitación de los grupos de casos que conforman la fenomenología de las situaciones de conflicto de interés. Seguidamente se tratan estos cuatro puntos.

a) El proyecto regula en un nuevo artículo 127^{ter} LSA los “deberes de lealtad”. No obstante, dicho precepto sólo contempla los supuestos de conflicto de interés directo, dando a entender que el alcance del deber de lealtad queda circunscrito a esta concreta fenomenología. En nuestra opinión, la técnica seguida no es la más adecuada, toda vez que el deber de lealtad tiene un alcance mucho más general. Por ello, a la hora de definir su contenido, lo oportuno habría sido anteponer una cláusula general más expresiva que la recogida en la redacción tradicional del art. 127 LSA, que fuera apta para albergar la fenomenología residual. La especificación debería continuar con una enumeración de las grandes constelaciones de casos, de los cuales la relativa a las situaciones de conflicto de interés directo no representa más que una, aunque ciertamente es la más relevante y significativa. En este sentido, habría que mencionar, cuando menos, las prohibiciones que vertebran cada una de esas grandes constelaciones, a saber: (i) la prohibición de ejercitar las facultades con fines distintos para aquéllos que fueren conferidos; (ii) la prohibición de revelar las informaciones a que haya tenido acceso el administrador en el desempeño de su cargo, incluso cuando haya cesado en él (en este aspecto, sería oportuno reintegrar el contenido del artículo 127^{quater} LSA, relativo al deber de secreto, dentro del precepto general sobre “los deberes de lealtad”); (iii) la prohibición de participar en la deliberación y votación de acuerdos en que pueda tener algún interés personal, que no aparece perfilado con claridad (sería oportuno extender esta prohibición a los supuestos en que el administrador actúa como representante excluyendo, eso sí, aquéllos en que la representación se ejercita siguiendo instrucciones precisas del representado y a aquéllos otros en que el derecho de voto se ejercita en relación a acuerdos que tengan por objeto su designación o revocación como administrador, el ejercicio de acciones de responsabilidad contra él u otros de análogo significado)¹³²; y (iv) la prohibición de entrar situaciones que pongan al administrador en conflicto de interés con la sociedad¹³³. El grueso de la materia se concentra en esta última prohibición, que merece algunas consideraciones adicionales.

¹³² La precisión hecha en el texto obligaría a repensar el nuevo artículo 114.1 LMV contenido en el *Proyecto de Ley de Transparencia* en la línea sugerida en la nota anterior. Cuando el administrador actúa como mero *nuntius* y no como representante genuino la posibilidad de conflicto de interés está zanjada de raíz.

¹³³ V. *supra* § 5 a).

b) Enlazamos así con la segunda observación. En la determinación analítica de las obligaciones de evitación de las situaciones de conflicto de interés directo -lo que hemos denominado el “catálogo de segundo nivel”-, el Proyecto mezcla o, al menos, no delimita con suficiente nitidez las que podríamos denominar obligaciones instrumentales y las obligaciones sustantivas. Las obligaciones instrumentales son básicamente las obligaciones de información y transparencia, las que tienen por objeto establecer a cargo del administrador el deber de comunicar al órgano de administración cualquier situación de conflicto de interés a que pueda enfrentarse y otras circunstancias relevantes desde el punto de vista del deber de lealtad (como son, por ejemplo, las relativas al capital que ostenta en sociedades con el mismo objeto social, en la propia sociedad, etc.). Estas obligaciones se hallan recogidas en los apartados 3 y 4 del artículo 127^{ter} LSA, pero aparecen confundidas con los deberes sustantivos. Las obligaciones sustantivas deberían separarse nítidamente y centrarse en cuatro puntos, que ya han sido identificados a partir de la experiencia doctrinal y jurisprudencial comparada; a saber: transacciones vinculadas, oportunidades de negocio, uso de activos sociales y obligación de no competencia (v. *supra* § 5 a).

c) El tercer reproche que podemos dirigir a la disciplina contenida en el artículo 127^{ter} se funda, como decíamos, en la indeterminación de la naturaleza de las reglas aplicables a las situaciones de conflicto de interés. En algunos casos se contempla una *prohibición absoluta* (así ocurre, por ejemplo, en el apartado 1 de dicho precepto, que de manera incondicionada impide a los administradores “utilizar el nombre de la sociedad” o invocar su condición de tales “para la realización de operaciones por cuenta propia o de personas vinculadas”)¹³⁴. En otros, se contempla una *prohibición relativa* (éste es el caso del apartado 2, en el que se veda a los administradores explotar oportunidades de negocio de la sociedad, a menos que la sociedad hubiera desestimado dicha inversión u operación sin mediar influencia del administrador, lo cual constituye una determinación demasiado fluida o etérea del supuesto de hecho)¹³⁵. En otros, en fin, no se establecen propiamente prohibiciones, sino *deberes de otra índole*. Señaladamente esto sucede con las operaciones vinculadas, al parecer contempladas en el apartado 3 y con las actividades competitivas, previstas en el apartado 4¹³⁶. En uno y otro caso, las únicas obligaciones que se imponen al administrador son las de comunicar al consejo la situación de conflicto de interés y las de abstenerse de participar en la correspondiente deliberación (esto es al menos lo que se deduce del tenor literal de la norma). Para reconducir este pequeño desbarajuste y racionalizar el tratamiento de la materia entendemos que es necesario determinar con claridad y homogeneidad la naturaleza de las reglas correspondientes. A nuestro modo de ver, la racionalización debería acometerse partiendo de un criterio general de *prohibición relativa*, de forma que, en principio, ningún administrador pudiese: (i) explotar oportunidades de negocio de la sociedad; (ii) realizar con ella operaciones vinculadas; (iii) usar activos sociales, incluida la información confidencial y (iv) competir con la sociedad. La prohibición -he aquí la razón de su relatividad- debería acompañarse de un procedimiento de dispensa caso por caso, del que no hay rastro en la regulación proyectada (éste es probablemente su mayor *handicap*). La forma de articular el procedimiento y los principios a los que debe obedecer han sido tratados oportunamente, por lo que huelga reiterarlos aquí (v. *supra* § 5 c).

¹³⁴V. art. 123 PCSM

¹³⁵V. art. 124 PCSM

¹³⁶V. art. 125 PCSM

d) También puede reprocharse al Proyecto una inexacta delimitación de los grupos de casos característicos de las situaciones de conflicto de interés. Bajo este aspecto, el Proyecto peca tanto por exceso como por defecto. Peca por exceso porque incluye algunos supuestos que no parece razonable prohibir. Nos referimos fundamentalmente al contemplado en el apartado 1 del artículo 127ter, a tenor del cual *“los administradores no podrán utilizar el nombre de la sociedad ni invocar su condición de administradores de la misma para la realización de operaciones por cuenta propia o de personas a ellos vinculadas”*¹³⁷. De esta norma, no se entiende bien la primera parte, y la segunda se revela a todas luces excesiva. No hay ninguna razón, en efecto, que justifique prohibir a una persona que haga pública su condición profesional e incluso que la invoque para lograr una mayor credibilidad de su contraparte en determinadas transacciones privadas¹³⁸. Lo que obviamente no puede hacer es comprometer en ellas la garantía de la sociedad ni, en general, explotar su posición de administrador con fines privados (por ejemplo, obteniendo ventajas de terceros ligadas a transacciones de la compañía), pero estos son supuestos que debe encontrar acomodo en otras reglas. El Proyecto, como decíamos, peca también por defecto, según habrá percibido el lector a la vista de lo expuesto.. Me refiero, en particular, a la ausencia de una prohibición de realizar operaciones vinculadas, de hacer uso de los activos sociales y de entrar en competencia con la sociedad. Respecto de esta última, el apartado 4 más bien induce a pensar que el administrador está autorizado para competir con la sociedad siempre y cuando informe de ello al consejo y consigne dicha circunstancia en la memoria¹³⁹. La regla, así entendida, se compadece mal con la prevista en el artículo 132 LSA actualmente vigente y, desde luego, tiene poca justificación desde el punto de vista sustantivo. La mejor manera de subsanar estos defectos consiste en establecer claramente las prohibiciones relativas a que aludíamos en el apartado anterior.

e) El artículo 127ter se cierra con un catálogo de las personas y entidades que se consideran vinculadas a los administradores. En relación con él, que en términos generales parece correctamente orientado, solamente formulamos dos observaciones técnicas. Una es que, en la medida de lo posible, sería preferible no establecer remisiones a cuerpos extraños a la propia Ley de Sociedades Anónimas y, en particular, a la Ley del Mercado de Valores (téngase en cuenta que la disciplina que trata de reformarse es aplicable a todo tipo de sociedades). La otra es que debería optarse por una formulación más abierta y general que permitiese alcanzar dos objetivos a la vez: evitar agujeros por los que puedan escaparse ciertas estructuras de interposición creativas y comprimir la normativa, de acuerdo con las reglas generales de codificación del derecho privado (v. *supra* § 5 b).

¹³⁷El tenor del precepto procede en buena parte del art. 123 PCSM

¹³⁸ Faltaría más que una persona no pudiese hacer referencia a su condición de consejero-delegado de una determinada empresa para obtener un préstamo personal en un Banco o para lograr que el propietario de un piso se lo alquile.

¹³⁹ En este punto el *Anteproyecto* difiere de lo previsto en los arts. 126.2 y 434 PCSM.

4.3. Otros aspectos manifiestamente mejorables del *Proyecto de Ley de Transparencia*

Como decía al comienzo de esta sección, el Proyecto de Ley también presenta otros flancos para la crítica, pues (i) se ha quedado corto en la extensión del ámbito subjetivo del régimen de responsabilidad de los administradores; (ii) no ha adoptado previsión alguna para favorecer la exigencia de responsabilidad por deslealtad y promover la efectividad de sus sanciones; y, en fin, (iii) desaprovecha una ocasión histórica para deshacer la ambigüedad en la definición del interés social.

a) En lo que hace al ámbito subjetivo del régimen de responsabilidad de los administradores se detectan algunas deficiencias que merecería la pena reparar. Indudablemente, el *Proyecto de Ley de Transparencia* da un paso de gigante al extender la aplicación de la normativa a los altos directivos de la sociedad y a los administradores de hecho¹⁴⁰. El nuevo art. 133.2 LSA es claro al respecto:

“El que ostente de hecho o de derecho cargos de dirección o actúe como administrador de hecho, o en nombre y representación de la sociedad, responderá personalmente frente a la sociedad, frente a los accionistas y frente a los acreedores del daño que cause por actos contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes que esta ley impone a quienes formalmente ostenten con arreglo a ésta la condición e administrador”.

La recomendación contenida en el *Informe Aldama* (v. punto III.2.3) y, en línea con ella, la propuesta que hemos avanzado anteriormente (v. *supra* § 6) van más allá, toda vez que incluyen dentro del círculo de destinatarios de la normativa no sólo a los altos directivos y a los administradores de hecho, sino también a los representantes de los administradores personas jurídicas, a los administradores ocultos y a los accionistas de control. Nuestra objeción no se dirige, sin embargo, contra esta omisión. Aunque el Proyecto no define el concepto de “administrador de hecho”, de su simple lectura se infiere que parte de un concepto amplio, dentro del cual han de tener cabida todas aquellas personas o entidades que, *de facto*, tienen capacidad para condicionar o dirigir la gestión de la sociedad y, señaladamente, los administradores ocultos y los accionistas de control (cuando efectivamente determinan la política de la empresa). Nuestra objeción es más bien de técnica legislativa. En el estado actual de evolución de la doctrina, disponemos de un instrumental conceptual más refinado, que nos permite dibujar con mayor claridad y precisión el perímetro de los sujetos responsables por infracción de los deberes de diligencia y lealtad. Sería una pena por ello que el reformador no se valiese de él para lograr sus propósitos con una franca mejora de la previsibilidad y calculabilidad del derecho¹⁴¹.

¹⁴⁰V. art. 128 PCSM

¹⁴¹ Para un análisis crítico del progresivo recorte en la extensión subjetiva de la responsabilidad que ha experimentado el *Proyecto* a lo largo de su tramitación parlamentaria, v. P. SALVADOR, F. CERDÁ, J.A. RUIZ GARCÍA, J. PIÑEIRO y A. RUBÍ, “Derecho de daños y responsabilidad ilimitada en las sociedades de capital” en *InDret* 3 (2003), pp. 25 ss., disponible en <http://www.indret.com>

b) Otro punto que se presta a la crítica es el relativo al procedimiento de exigencia de responsabilidad y al sistema de las sanciones que proceden en caso de infracción de los deberes de lealtad. Es cierto que el *Proyecto de Ley de Transparencia* ha hecho algo en esta dirección al incrementar las obligaciones de transparencia sobre operaciones vinculadas (art. 114.2 LMV) y los deberes de comunicación sobre conflictos de intereses (art. 127ter.3 LSA), que deberían facilitar el conocimiento de las situaciones de riesgo y, por tanto, favorecer un mayor control sobre los administradores. Con todo, la defectuosa técnica seguida amenaza con convertir las nuevas disposiciones en letra muerta. Sirva como botón de muestra el nuevo art. 114.2 LMV. En él se dispone que la memoria de la sociedad deberá informar sobre las operaciones vinculadas (no vamos a detenernos ahora en las deficiencias en que incurre la definición de este tipo de operaciones), pero inexplicablemente limita la obligación de *disclosure* a aquellas operaciones que “sean ajenas al tráfico ordinario de la sociedad o que no se realicen en condiciones de mercado”¹⁴². La norma es ingenua (¿qué administrador o *insider* admitirá que ha realizado una operación con la sociedad en condiciones que no son de mercado?) y contradictoria (las operaciones vinculadas realizadas en condiciones distintas de mercado deberían estar simplemente prohibidas y, en cambio, de la norma parece deducirse que están permitidas, pues sólo es necesario informar sobre ellas en la memoria). La obligación de transparencia debería alcanzar a todas las operaciones vinculadas y a las condiciones de su realización. En este sentido, habría que coordinar el nuevo art. 114.2 LMV con el art. 32 LMV, recientemente introducido por la *Ley Financiera*.

Con todo, la mayor insuficiencia en este campo se advierte en la regulación de la legitimación para accionar, de la carga de la prueba y de las sanciones por infracción del deber de lealtad, aspectos todos sobre los que el Proyecto guarda un clamoroso silencio¹⁴³. Nuestras propuestas en este punto han sido ya expuestas, por lo que no es necesario reiterarlas (v. *supra* §§ 7 y 8). En descargo del Proyecto, hay que reconocer que el *Informe Aldama* no ha descendido a los detalles en este punto. No obstante, su recomendación general es muy clara. En los dos últimos párrafos de su apartado III.2.2 leemos:

“La Comisión entiende que no sería eficaz la especificación de los deberes de lealtad si existieran dificultades legales para exigir en la práctica la responsabilidad por infracción de tales deberes. Por ello se considera que esta materia debería ser objeto de intervención legislativa clarificadora para definir una política de rigor, conforme a nuestra tradición jurídica, capaz de incrementar la eficacia disuasoria de la responsabilidad por infracción del deber de lealtad, facilitando los procedimientos y requisitos de exigencia de esta responsabilidad por parte de los accionistas.

Finalmente, cabe destacar que en los casos de violación de los deberes de lealtad se producen situaciones especialmente frustrantes desde el punto de vista de los

¹⁴²La expresión proviene del art. 432.1 PCSM.

¹⁴³Quizá ello se explique por el “continuum” de su fuente principal de inspiración: v. arts. 130-131 PCSM (que persiste –con una rectificación cuantitativa manifiestamente insuficiente– en la disciplina de las sociedades cotizadas: v. art. 435 en relación al art. 370 PCSM)

inversores y de la opinión pública cuando las medidas legales adoptadas respecto del administrador infiel no consiguen la devolución de las cantidades con que se ha enriquecido ilícitamente. La Comisión entiende que este tema excede del mandato recibido, pero no puede dejar de expresar su preocupación al respecto y su deseo de que esta situación se trate adecuadamente”.

c) Finalmente, hemos de aludir al viejo problema del *interés social*, cuyo significado, lejos de esclarecerse en el Proyecto, se enturbia aún más con una definición enigmática y pleonástica. Al asunto le dedica el reformador un nuevo precepto -el art. 127bis LSA-, del siguiente tenor: “Los administradores deberán cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con fidelidad al interés social, entendido como interés de la sociedad”. Como fácilmente se aprecia, la norma contradice los cánones de la lógica: la equiparación del interés social y el interés de la sociedad significa, en efecto, convertir lo definido en definición. Y también contradice los cánones de la legislación: la equiparación del *definiens* y del *definiendum* vacía el contenido normativo de la norma. Me hago cargo de que, en muchas ocasiones, el recurso a fórmulas ambiguas se convierte en una necesidad política -es la única estrategia que permite presentar el disenso como consenso. Quizá sea ésta una de esas ocasiones. En cualquier caso, estimo que el legislador no debería arrojar tan pronto la toalla. Aunque no zanje definitivamente la cuestión, sería bueno que lanzase un mensaje coherente con la propia filosofía que inspira la reforma, que necesariamente lleva a acoger la visión contractual del interés social (en la cual prima el interés de los accionistas) y a rechazar la visión institucional (en la que aquél se identifica con una suerte de interés autónomo de la empresa, en el que se conciliarían y sintetizarían los intereses no siempre convergentes de los distintos grupos que en ella participan: accionistas, trabajadores, proveedores, clientes, comunidad local, etc.). En este sentido, abogamos por volver a la fórmula contenida en el proyecto originariamente remitido por el Gobierno, en la que el interés social se hacía coincidir, conforme a la interpretación que siempre ha prevalecido en la doctrina y en la jurisprudencia, con el “*interés común de los accionistas*”¹⁴⁴. La fórmula no necesita ser reformada, si acaso depurada, para que resulte más operativa a la hora de orientar la formación de cultura corporativa, de formular las directrices de actuación de los gestores y de establecer los estándares para la evaluación o medición de sus rendimientos. Y en este punto, el reformador bien podría dejarse influir por el *Informe Olivencia*, que opta resueltamente por identificar el interés social con la maximización del valor de la empresa a largo plazo¹⁴⁵. La prioridad de este criterio basado en la creación de valor para el accionista es fácil de comprender desde el punto de vista jurídico: la cláusula del interés social tiene por finalidad cubrir las lagunas del contrato de sociedad (es como la cláusula de la buena fe en el artículo 1258 CC) y, siendo así, ha de interpretarse tratando de imaginar lo que habrían pactado las partes, lo cual nos lleva evidentemente a fórmulas de maximización de sus intereses. Desde el punto de vista económico o financiero, hay también varias razones que avalan el punto de vista contractual. La primera se funda en las propias exigencias de los mercados competitivos, en los que difícilmente pueden sobrevivir empresas o naciones con

¹⁴⁴Ésta es también la fórmula utilizada por el art. 122 PCSM

¹⁴⁵ El posicionamiento del *Informe Aldama* sobre este punto es menos claro y, desde luego, tiende un puente hacia concepciones más institucionales (v., para la discusión, G. ESTEBAN VELASCO, “El gobierno de las sociedades cotizadas. La experiencia española”, *Cuadernos de Derecho y Comercio* 35 (2001), pp. 84-87 [a pesar de la fecha en portada, el estudio acaba de ser publicado y ha tenido la oportunidad de considerar el *Informe Aldama*]).

empresas que se guíen por otros criterios: la inversión se desplazará siempre hacia aquellas que prometan más valor. La segunda apela a consideraciones de practicabilidad, a las que debemos ser especialmente sensibles los juristas. La formulación del interés social en términos de maximización del valor de la empresa proporciona al órgano de administración de la sociedad y a las instancias ejecutivas sujetas a su supervisión una directriz neta y clara que facilita la adopción de decisiones y la evaluación de sus prestaciones. La alternativa institucional incrementa su discrecionalidad y mina su *accountability*. Es manifiesto, en este sentido, que bajo la apelación a la necesidad de componer intereses, siempre resulta más fácil justificar cualquier decisión, incluso aquellas adoptadas en beneficio de los propios ejecutivos. La tercera razón que justifica la primacía del interés de los accionistas se funda en la necesidad de acomodar el diseño de la organización a los incentivos de las partes. Hay que tener en cuenta en este sentido que los accionistas perciben la renta residual de la empresa y soportan su riesgo residual y, por tanto, el arreglo de sus intereses pasa necesariamente por la previa satisfacción de lo contractualmente prometido a los demás. Los accionistas son, desde este punto de vista, los titulares de las inversiones más vulnerables. Nada de lo anterior quiere decir, sin embargo, que los administradores hayan de perseguir los intereses de los accionistas a toda costa, desconsiderando o considerando insuficientemente los de otros miembros de la empresa y de la comunidad en que se ubica. Todo lo contrario. Como certeramente señala el *Informe Olivencia*, “el interés de los accionistas proporciona una guía de actuación que necesariamente habrá de desarrollarse cumpliendo con las exigencias impuestas por el derecho (por ejemplo, normas fiscales o medio-ambientales); respetando de buena fe los contratos explícitos e implícitos concertados con otros *stakeholders* (trabajadores, proveedores, acreedores, etcétera); y, en general, observando aquellas exigencias éticas que razonablemente sean apropiadas para la responsable conducción de los negocios”. En otros términos: cuando los intereses y riesgos son fijos -como ocurre con los demás *stakeholders*-, su satisfacción se realiza cumplimentando las correspondientes obligaciones legales y contractuales. En cambio, cuando son residuales como sucede con los accionistas-, su satisfacción se realiza bajo un imperativo de maximización¹⁴⁶.

4.4. Recapitulación: una propuesta alternativa de reforma de la Ley de Sociedades Anónimas

A modo de recapitulación, ofrecemos seguidamente una propuesta articulada de modificación del régimen de responsabilidad de los administradores actualmente vigente. La propuesta plasma en preceptos legales el *modelo de regulación diferenciada o diversificada* defendido a lo largo de estas páginas. El objetivo es proporcionar un texto de contraste que facilite el debate público sobre la materia y que, en su caso, pueda servir de orientación para paliar las insuficiencias y deficiencias que hemos detectado en el *Proyecto de Ley de Transparencia*. La propuesta se ajusta a la sistemática de la Ley de Sociedades Anónimas.

¹⁴⁶ Para más referencias en esta línea me permito remitir a C. PAZ-ARES, “La ley, el mercado y el gobierno corporativo”, *Ius et Veritas* 24 (2002), pp. 139-141.

Art. 127. Deberes de diligencia y lealtad de los administradores

1. Los administradores desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado empresario y la lealtad de un buen representante¹⁴⁷.

2. Salvo disposición contraria de los estatutos, el objetivo que debe presidir la actuación de los administradores de la sociedad es la creación de valor en beneficio de los accionistas¹⁴⁸.

Art. 133-1. Responsabilidad de los administradores

1. Los administradores están obligados a indemnizar los daños causados a la sociedad

¹⁴⁷ Modifica levemente el texto del art. 127.1 LSA con el fin de dejar adecuadamente reflejada en su tenor literal la “hipótesis de diversificación” del régimen de responsabilidad de los administradores que hemos expuesto a lo largo de este trabajo (v., en especial, *supra* § 2) .

¹⁴⁸ La norma sobre confidencialidad contenida en el art. 127.2 LSA vigente se lleva al art. 133-5 de nuestra propuesta. En lugar de crear un artículo nuevo, como hace el *Proyecto de Ley de Transparencia* tras la huella del PCSM., el hueco se aprovecha para definir el concepto de “interés social” en los términos vistos en su momento (v. *supra* § 16 c). Sistemáticamente parece más correcto, pues de este modo se completa la definición de los estándares de conducta contenida en el apartado anterior con la determinación de un objetivo para la empresa. Una solución alternativa a nuestra propuesta de redacción del art. 127.2 LSA, que está igualmente en sintonía con nuestro razonamiento y, sin embargo, puede encontrar menos resistencias en la doctrina que prevalece, consistiría en recuperar la fórmula utilizada por el *Proyecto de Ley de Transparencia* en la versión originariamente remitida por el Gobierno a las Cortes en su art. 127bis LSA: “Los administradores deberán cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con fidelidad al interés social, entendido como interés común de los accionistas” (v. también art. 122 PCSM)..

por la realización de actos y la adopción de acuerdos contrarios a normas legales o estatutarias o incompatibles con los estándares generales de diligencia y lealtad previstos en el artículo 127, siempre y cuando en su conducta haya intervenido dolo o culpa.

2. La responsabilidad de los administradores queda excluida cuando el acto dañoso haya sido realizado en ejecución de un acuerdo firme de la junta general¹⁴⁹. Sin embargo, dicha exclusión de responsabilidad no será de aplicación cuando el propio administrador, actuando en contra de sus deberes, haya contribuido [decisivamente] a la adopción del acuerdo o haya dejado transcurrir el plazo para su impugnación¹⁵⁰.

3. La prueba de la ilicitud de la conducta del administrador, del daño y de la relación de causalidad entre aquélla y éste incumbe a quien la alega. La ilicitud de la conducta permite presumir la culpabilidad¹⁵¹.

Art. 133-2. Contenido del deber de diligencia

1. La diligencia debida por el administrador a la sociedad le obliga a aplicar a sus actividades de supervisión, dirección y

¹⁴⁹ La propuesta, inspirada en el § 93 IV 1 *Aktiengesetz*, significa abolir la norma contenida en el art. 133.3 LSA vigente y persistente en el art. 128.2 PCSM, de difícilísima justificación.

¹⁵⁰ Estas dos excepciones se basan en la experiencia doctrinal y jurisprudencial alemana (v., por todos, U. Hüffer, *Aktiengesetz*, 4^o ed., München 1999, S 93, 26, p. 444). Aunque desde un punto de vista sistemático pudiera parecer más oportuno incluir este apartado en el art. 133-4, el hecho de que contenga una previsión general, válida tanto para la responsabilidad por negligencia como para la responsabilidad por deslealtad, aconseja introducirlo en este precepto más general.

¹⁵¹ V. *supra* 12 c).

gestión el tiempo, esfuerzo y pericia que razonablemente cabe esperar de un empresario que ocupe una posición similar a la suya¹⁵².

2. El deber de diligencia del administrador que no tenga delegadas facultades ejecutivas se modulará principalmente en función de las actividades de supervisión y decisión estratégica que corresponden al consejo de administración.

[En esta posición, incumben al administrador, cuando menos, las siguientes obligaciones: (a) informarse y preparar adecuadamente las reuniones del consejo de administración y de los órganos delegados a que pertenezca; (b) asistir a las reuniones de los órganos de que forme parte y participar activamente en las deliberaciones a fin de que su criterio contribuya efectivamente a la formación de la voluntad social; (c) investigar cualquier irregularidad en la gestión de la compañía de la que haya podido tener noticia y vigilar cualquier situación de riesgo; (d) instar a las personas con capacidad de convocatoria para que promuevan una reunión extraordinaria del consejo de administración o incluyan en el orden del día de la primera que haya de celebrarse los extremos que hayan identificado en su pesquisa; y (e) realizar cualquier cometido específico que le encomiende el consejo y se halle razonablemente comprendido dentro de su compromiso de dedicación]¹⁵³.

¹⁵²El sentido de esta norma es quebrar la unidad del estándar del "ordenado empresario" establecido en el art. 127 (y reproducido en el art. 121 PCSM) y diversificarlo por referencia a las distintas posiciones que puede ocupar el administrador, a las distintas formas de organización del órgano administrativo e incluso incluso a los distintos tipos de empresas.

¹⁵³Dado el carácter elemental del listado de obligaciones incluido en este párrafo y recordado en el *Informe Aldama*, puede prescindirse de él sin

3. El deber de diligencia del administrador que tenga delegadas facultades ejecutivas se modulará, además, en función de la actividad gestión, considerando la envergadura de las tareas que le hayan sido asignadas y el compromiso de dedicación asumido.

4. Los administradores no incurrirán en responsabilidad por desempeñar sus funciones confiando en la información, opiniones y prestaciones de comisiones y administradores delegados, directivos y empleados de la sociedad y expertos externos, cuya competencia y credibilidad no ofrezcan un motivo razonable para la duda¹⁵⁴.

Art. 133-3. Discreción del administrador en el ámbito empresarial

1. En el ámbito de decisión sujeto a la discrecionalidad empresarial, el estándar de diligencia de un ordenado empresario se reputará necesariamente cumplimentado cuando el administrador haya actuado: (a) sin interés personal en el asunto; (b) con información suficiente; y (c) en el marco de un procedimiento de decisión adecuado¹⁵⁵.

mayor inconveniente. No obstante, puede tener un cierto valor orientativo.

¹⁵⁴V *supra* § 11 b).

¹⁵⁵La norma propuesta se trata de introducir en nuestro derecho la *business judgement rule*, (para su justificación v. *supra* § 10). Técnicamente, podría articularse de acuerdo con la fórmula sugerida por el prof. Ulmer, aunque en ella echo de menos una condición fundamental de aplicación de la *business judgement rule*, a saber: la ausencia de conflicto de interés. La fórmula en cuestión, ideada para ser incluida en el § 93 *Aktiengesetz*, reza así: "Eine Pflichtverletzung liegt nicht vor, wenn der Schaden durch unternehmerisches Handeln im Interesse der Gesellschaft auf der Grundlage angemessener Informationen verursacht wurde, auch wenn dieses Handeln sich aufgrund späterer Entwicklungen oder Erkenntnisse als für die

2. La prueba de la infracción del deber de diligencia en el ámbito a que se refiere el apartado anterior requerirá acreditar que el administrador no ha actuado de conformidad con alguna de las exigencias establecidas en el apartado anterior y, adicionalmente, que el contenido de la decisión no se adecua al estándar de diligencia de un ordenado empresario.

3. A efectos de lo previsto en el apartado primero, no se reputarán incluidas dentro del ámbito del ámbito de discrecionalidad empresarial aquellas decisiones que afecten personalmente a otros administradores y personas vinculadas en el sentido del artículo 133-5.5 y, en particular, aquéllas que tengan por objeto autorizar las operaciones previstas en el artículo 133-6.2¹⁵⁶.

Art. 133-4. Modificación y extinción de la responsabilidad por negligencia

1. El régimen legal de la responsabilidad derivada de la infracción del deber de diligencia puede ser modificada en los estatutos de conformidad con las reglas generales sobre la responsabilidad contractual¹⁵⁷. No obstante, no podrá acordarse una limitación [cuantitativa o cualitativa] de la responsabilidad de los administradores si media la oposición de accionistas que representen una fracción igual o superior al veinticinco [treinta y tres] por ciento del capital social presente o representado en la junta¹⁵⁸.

Gesellschaft nachteilig erweist" (P. Ulmer, "Die Aktionärsklage als Instrument zur Kontrolle des Vorstands- und Aufsichtsratshandelns" ZHR 163 (1999), p. 299).

¹⁵⁶ V. supra § 10 c).

¹⁵⁷ V. supra § 13.

¹⁵⁸ Alternativamente, podría estructurarse la norma haciendo uso de la técnica de la votación separada. En ese caso, las modificaciones del

2. Salvo disposición contraria de los estatutos, la sociedad podrá contratar un seguro de responsabilidad civil para sus administradores¹⁵⁹.

Art. 133-5. Contenido del deber de lealtad del administrador

1. El deber de lealtad obliga al administrador a obrar de buena fe en el mejor interés de la sociedad y a desempeñar sus funciones con la honestidad y escrupulosidad que cabe esperar de un representante que gestiona recursos ajenos.

2. En particular, el administrador tiene la obligación de: (a) no ejercitar sus facultades con fines distintos de aquéllos para lo que le han sido concedidas; (b) guardar secreto sobre las informaciones a que haya tenido acceso en el desempeño de su cargo, incluso cuando haya cesado en él; (c) no participar en la deliberación y votación de acuerdos en que pueda tener algún interés personal [excluidos aquéllos en que intervenga como representante siguiendo instrucciones precisas del representado o que tengan por objeto su designación o revocación como administrador, el ejercicio de acciones de responsabilidad contra él u otros de análogo significado]; y (d) no ponerse, sin el consentimiento de la sociedad otorgado en los términos previstos en el artículo siguiente, en una situación en que sus intereses personales

régimen legal de responsabilidad deberían ser aprobadas por la mayoría de la junta y por la mayoría de los accionistas que no estuviesen representados en el consejo o vinculados a los administradores. No obstante, a pesar de ser valorativamente más coherente, presenta dificultades para su implementación práctica, y por esta razón, finalmente, nos ha parecido más oportuno un sistema de *quorums* ultracualificados.
¹⁵⁹ V supra 13 b).

puedan entrar en conflicto con sus deberes para con la sociedad¹⁶⁰.

3. El deber de evitar situaciones de conflicto de interés a que se refiere el último inciso del apartado anterior obliga al administrador a abstenerse de: (a) realizar transacciones con la sociedad, excepto que se trate de operaciones ordinarias, de limitada cuantía y hechas en condiciones corrientes; (b) hacer uso de los activos sociales, incluida la información confidencial, con fines privados; (c) aprovecharse de las oportunidades de negocio de la sociedad; y (d) competir con la sociedad¹⁶¹.

4. El administrador deberá informar con prontitud a la sociedad de cualquier operación o transacción a que pueda ser aplicable el presente artículo. La comunicación deberá dirigirse al órgano de administración¹⁶².

5. Las disposiciones contenidas en el presente artículo serán de aplicación con independencia de que el beneficiario de los actos o actividades prohibidas sea el propio administrador o una persona a él vinculada. A estos efectos, se considerarán personas vinculadas: (a) los miembros próximos de su familia [definir grados]; (b) las sociedades en las que uno u otros posean, directa o indirectamente, participaciones significativas; y (c) los terceros [directa o indirectamente] vinculados con el administrador o respecto de los cuales éste tenga contraídas obligaciones que puedan entrar en conflicto con sus deberes para con la sociedad¹⁶³.

Art. 133-6. Inmodificabilidad de la responsabilidad por deslealtad

¹⁶⁰ V. supra § 5.

¹⁶¹ V. supra § 5 a).

¹⁶² V. supra § 7 b).

¹⁶³ V. supra § 5 b).

1. El régimen legal de la responsabilidad derivada de la infracción del deber de lealtad es imperativo. [Los estatutos solamente podrán agravarlo]¹⁶⁴.

2. No obstante lo dispuesto en el apartado anterior, la sociedad podrá autorizar la realización por parte de un administrador o de una persona vinculada en el sentido del apartado quinto del artículo anterior de determinadas transacciones con la sociedad, el uso de ciertos activos sociales, el aprovechamiento de una concreta oportunidad de negocios o la actividad competitiva.

3. La autorización deberá ser acordada por la junta general cuando tenga por objeto la dispensa de la obligación de no competencia o afecte a una transacción por valor superior al diez por cien de los activos sociales. En los demás casos, la autorización de la junta podrá sustituirse por la autorización de otro órgano o instancia de la sociedad, siempre y cuando esta previsión se incorpore a los estatutos y en ellos se regule un procedimiento que garantice: (a) la independencia de los miembros del órgano respecto del administrador afectado; (b) la inocuidad de la operación para el patrimonio social o, en su caso, su realización en condiciones de mercado; y (c) la transparencia del proceso. A estos últimos efectos, los estatutos deberán prever, al menos, la obligación de consignar todas las transacciones autorizadas en la memoria anual de la sociedad y de informar de ellas a los auditores¹⁶⁵.

Art. 133-7. Alcance de la responsabilidad por deslealtad

¹⁶⁴ V. supra § 5 c).

¹⁶⁵ V. supra § 5 c) y 7 b).

1. La infracción del deber de lealtad determinará la obligación del administrador de indemnizar el daño causado y de devolver a la sociedad el lucro obtenido¹⁶⁶.

2. Si hubiese intervenido dolo en su conducta, el administrador, salvo disposición contraria de los estatutos, deberá abonar a la sociedad una cantidad adicional por el importe que resulte de multiplicar la cantidad obtenida en aplicación del apartado anterior por un coeficiente mínimo de uno con tres décimas [o uno y medio] y máximo de tres [o cinco]. El juez determinará el coeficiente que proceda en función de la gravedad de la conducta¹⁶⁷.

3. No obstante lo previsto en el artículo 133-3, en caso de duda acerca del cumplimiento del deber de lealtad, la carga de la prueba corresponde al administrador¹⁶⁸.

4. El ejercicio de la acción de responsabilidad no obsta el ejercicio de las acciones de impugnación, de cesación, de remoción y, en su caso, de anulación de los actos y contratos celebrados por los administradores con violación de su deber de lealtad.¹⁶⁹

Art. 133-8. Responsabilidad solidaria de los administradores

1. Responderán solidariamente todos los miembros del órgano de administración que realizó el acto o adoptó el acuerdo lesivo, menos

¹⁶⁶ V. *supra* § 8 a). Al objeto de facilitar la cuantificación del daño y del lucro y remover las dificultades probatorias, podría considerarse la incorporación al precepto de una cláusula adicional del siguiente tenor: "A la vista de las circunstancias probadas, el juez podrá practicar una liquidación equitativa del daño y del lucro".

¹⁶⁷ V. *supra* § 8 b).

¹⁶⁸ V. *supra* § 7 c).

¹⁶⁹ V. *supra* § 8 c).

los que prueben que, no habiendo intervenido en su adopción y ejecución, desconocían su existencia o, conociéndola, hicieron todo lo conveniente para evitar el daño [o, al menos, se opusieron expresamente a aquél]¹⁷⁰.

[2. Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado anterior, la imputación de responsabilidad se hará atendiendo a la actuación individual y a las funciones específicamente encomendadas a cada uno de los miembros del órgano]¹⁷¹.

Art. 133-9. Legitimación para el ejercicio de la acción social de responsabilidad

1. La acción de responsabilidad contra los administradores se entablará por la sociedad, previo acuerdo de la junta general de accionistas, que puede ser adoptado aunque no conste en el orden del día. Los estatutos no podrán establecer una mayoría distinta de la prevista en el artículo 93 para la adopción de este acuerdo¹⁷².

El acuerdo de promover la acción o, en su caso y cuando proceda, de transigir determinará el cese de los administradores afectados¹⁷³.

2. Los accionistas que representen una fracción igual o superior al cinco por cien [tres por cien] del capital podrán solicitar la convocatoria de la junta general para que ésta decida sobre el ejercicio de la acción social de responsabilidad y también entablar conjuntamente la acción de responsabilidad en defensa del interés social en los siguientes

¹⁷⁰ Reproduce sustancialmente el texto del art. 133.2 LSA vigente.

¹⁷¹ V. *supra* § 11 c).

¹⁷² Reproduce el art. 134.1 LSA vigente.

¹⁷³ Reproduce el art. 134.2 II LSA vigente.

supuestos: (a) cuando los administradores no hubiesen convocado la junta general solicitada a tal fin en el plazo de un mes contado desde la fecha de notificación de la solicitud; (b) cuando la sociedad no hubiese ejercitado la acción en el plazo de un mes contado desde la fecha de adopción del acuerdo; (c) cuando el acuerdo hubiera sido contrario a la exigencia de responsabilidad; y (d) cuando, pese a obtenerse la mayoría, no se hubiera logrado aprobar el acuerdo a que se refiere el apartado tercero del artículo 133-4. En el supuesto de la letra (b), la legitimación para entablar la acción no estará subordinada a la posesión del cinco por cien del capital¹⁷⁴.

3. No obstante lo previsto en los apartados anteriores, la acción social de responsabilidad basada en la infracción de los deberes de lealtad previstos en el apartado tercero del artículo 133-5º y/o de las reglas de autorización recogidas en el artículo 133-6 podrá ser ejercitada por cualquier accionista que dispusiera en el momento de realizarse el acto lesivo y continúe disponiendo en el momento de interposición de la demanda de una participación en la sociedad cuyo porcentaje exceda del uno por ciento de su capital o cuyo valor bursátil rebase los 60.000 Euros.

El inicio del proceso estará condicionado a un trámite de admisión de la demanda en el que el juez competente, oída la sociedad, debe verificar la existencia de indicios racionales de la infracción denunciada. El auto que resuelva el trámite de admisión es recurrible¹⁷⁵.

¹⁷⁴ Mejora técnicamente, pero no modifica sustancialmente el art. 134.4 LSA vigente.

¹⁷⁵ Cabría agregar, de acuerdo con la sugerencia contenida en la nota 39 anterior la siguiente regla sobre costas: "En el caso de que la demanda fuere desestimada, la sociedad deberá hacerse cargo de las costas, salvo que en el curso del proceso el Juez haya comprobado que el demandante actuó temerariamente.

Una vez admitida a trámite la demanda, cualquier transacción que ponga fin al proceso deberá ser autorizada por el juez. El juez resolverá según su prudente arbitrio en función de la adecuación del contenido de la transacción a los hechos y argumentos acreditados en el proceso¹⁷⁶.

4. Los acreedores de la sociedad podrán ejercitar la acción social de responsabilidad contra los administradores cuando no haya sido ejercitada por la sociedad o sus accionistas, siempre que el patrimonio social resulte insuficiente para la satisfacción de sus créditos¹⁷⁷.

Art. 134. Extensión del régimen de responsabilidad de los administradores

1. Los deberes de diligencia y lealtad y el régimen de régimen de responsabilidad de los administradores establecidos en los artículos anteriores serán de aplicación también a las personas físicas que representen a los administradores personas jurídicas, a los más altos directivos de la sociedad, a los administradores de hecho y a los administradores ocultos.

A efectos de lo previsto en el párrafo anterior, se reputará administrador de hecho la persona que en la realidad del tráfico desempeñe sin título, con un título nulo o extinguido o con otro título las funciones propias de administrador; y administrador oculto, la

El Juez apreciará temeridad cuando la acción se funde en hechos inexactos y el accionista conociera la inexactitud o la desconociera a causa de negligencia grave. En el caso de que la demanda no sea admitida a trámite, las costas del juicio de admisión se distribuirán con arreglo a las reglas generales".

¹⁷⁶ V. supra § 7 a).

¹⁷⁷ Reproduce el art. 134.5 LSA vigente.

persona bajo cuyas instrucciones estén acostumbrados a actuar los administradores de la sociedad¹⁷⁸.

2. El accionista o socio de control está sujeto al deber de lealtad en la medida en que resulte compatible con una razonable consideración de sus legítimos intereses privados y, en esa medida, responderá frente la sociedad en los términos previstos en los artículos anteriores. En todo caso, le serán de aplicación plena las normas sobre conflicto de intereses previstas en el apartado tercero del artículo 133-5 y concordantes con la salvedad relativa a la obligación de no competencia, a la cual no quedará sometido en aquellos casos en que practicase la actividad competitiva con anterioridad a la toma del control de la sociedad¹⁷⁹.

A tal fin, tendrá la consideración de accionista o socio de control la persona que, directa o indirectamente, sola o en concierto con otras, disponga de la mayoría del capital social con derecho de voto o que, por cualesquiera otros medios, pueda ejercer una influencia dominante sobre la sociedad. En particular, se presumirá que una persona dispone de esta capacidad de influencia cuando ostente una fracción igual o superior al veinticinco por cien [treinta por cien] del capital con derecho de voto y no exista otra persona que, directa o indirectamente, sola o concertada con otras, posea una fracción superior¹⁸⁰.

Art. 135. Acción individual de responsabilidad¹⁸¹

Lo dispuesto en los artículos anteriores no obsta el ejercicio de las acciones de

responsabilidad que puedan corresponder a socios y terceros por actos de los administradores que lesionen directamente sus intereses.

¹⁷⁸ V. supra § 6.

¹⁷⁹ V. supra § 6 a) y b).

¹⁸⁰ V. supra § 6 c).

¹⁸¹ Reproduce el art. 135 LSA actualmente vigente.