



Universidad de Navarra

Facultad de Derecho

Departamento de Derecho Privado, Internacional y de la
Empresa

**LA FUNDAMENTACIÓN DE LOS *FIDUCIARY DUTIES* DE LOS
ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES Y SUS CONSECUENCIAS EN
LA ACCIÓN SOCIAL DE RESPONSABILIDAD**

TESIS DOCTORAL

Directores:

Profes. Drs. Eduardo Valpuesta Gastaminza e Ibon Hualde López

MIGUEL JOSÉ CASANOVA TORRADO

Pamplona, junio de 2012

Servicio de Publicaciones de la Universidad de Navarra

ISBN 978-84-8081-303-7

ÍNDICE

ABREVIATURAS	13
---------------------	----

INTRODUCCIÓN	17
---------------------	----

CAPÍTULO I. PRECISIONES CONCEPTUALES PREVIAS

1.	Planteamiento.	25
2.	La relación entre los conceptos de empresa y sociedad de capital.	27
2.1.	Análisis económico-contractual de origen anglosajón del fenómeno empresarial y de la relación empresa-sociedad de capital.	31
2.1.1.	La naturaleza de la empresa según COASE.	33
2.1.2.	ALCHIAN y DEMSETZ: el empresario como nexo de contratos.	35
2.1.3.	JENSEN y MECKLING: La empresa como mero conjunto de contratos delimitado por los “costes de agencia”. La desaparición de la figura del empresario.	40
2.1.4.	EASTERBROOK y FISCHER: Implicaciones jurídicas de la teoría contractual-económica.	44
2.2.	La noción jurídico-dogmática de sociedad de capital y su vinculación con el concepto de empresa.	45
2.2.1.	La sociedad como “contrato-organización” empresarial.	46
2.2.2.	La empresa como desarrollo del “objeto social”.	49
2.2.3.	Crítica al análisis contractual-económico del fenómeno societario empresarial.	54
2.3.	Apreciación crítica: La especial trascendencia del empresario para el desarrollo de la empresa.	60
3.	La figura del administrador: entre la sociedad y la empresa.	69
3.1.	La naturaleza jurídica del administrador societario.	69

3.1.1. Teoría contractual.	70
3.1.2. Teoría orgánica.	70
3.1.3. Teoría compleja o mixta.	72
3.2. El administrador de sociedades y el <i>corporate governance</i> .	76
4. La función del derecho en el ámbito del gobierno corporativo.	81
4.1. Función ordenadora.	82
4.2. Función facilitadora.	87
4.3. Valoración crítica: Función orientadora del Derecho positivo societario.	91
4.3.1. Crítica de la perspectiva ordenadora.	95
4.3.2. Crítica de la perspectiva facilitadora propuesta por el análisis económico del Derecho.	99
4.3.3. La alternativa ofrecida por el principio “cumplir o explicar”.	102
4.3.4. Equilibrio regulador basado en los criterios de prudencia y subsidiariedad.	106
4.4. La función del Derecho y la dimensión ética del gobierno corporativo.	108

CAPÍTULO II. “FOR WHOM ARE CORPORATE MANAGERS FIDUCIARIES”: LA CUESTIÓN DEL INTERÉS SOCIAL

1. Planteamiento.	115
2. Estado de la cuestión.	119
2.1. Oposición de paradigmas.	119
2.1.1. Perspectiva institucionalista.	119
i) Interés de la “empresa en sí”.	121
ii) Equilibrio de los intereses presentes en la empresa.	122
iii) Conservación de la empresa a largo plazo.	126
iv) Responsabilidad social corporativa.	127
2.1.2. Perspectiva contractualista.	129

ÍNDICE

i)	Interés común de los socios.	130
ii)	Cláusula de integración del contrato de sociedad.	137
iii)	Creación de valor para el accionista.	138
2.2.	El interés social en el Derecho societario español.	140
2.2.1.	Antecedentes del régimen legal actual: el desarrollo del <i>soft Law</i> español.	140
2.2.2.	El interés social en el derecho positivo.	145
i)	La política legislativa seguida por el ordenamiento legal.	145
a)	Impugnación de acuerdos sociales	145
b)	La regulación del órgano de administración.	148
c)	El interés social en la regulación de la exclusión del derecho de suscripción preferente.	151
ii)	Orientaciones introducidas por la Ley de Transparencia.	154
2.3.	Recepción del concepto en el Derecho comparado.	165
2.3.1.	El interés social en el ámbito europeo.	167
i)	Reino Unido.	167
ii)	Alemania.	171
iii)	Francia.	174
iv)	Italia.	176
v)	Portugal.	180
vi)	Aproximación al movimiento de gobierno corporativo en el ámbito comunitario.	184
2.3.2.	La concepción norteamericana.	187
i)	Evolución de su derecho societario.	187
ii)	El tratamiento del concepto de interés social en el ámbito estadounidense.	191
3.	Valoración crítica de los paradigmas en pugna.	195
3.1.	Aspecto material: Reduccionismo conceptual e ideológico de las perspectivas institucionalistas y contractualistas.	195

3.1.1. Proyección del reduccionismo del concepto de sociedad de capital sobre la delimitación del interés social.	195
i) Carencias de las formulaciones institucionalistas de interés social.	196
ii) Efectos del reduccionismo conceptual sobre la teoría contractualista del interés social.	199
iii) Integración de posiciones: perspectiva contractual-dinámica.	201
iv) La buena fe contractual y la dimensión ética del concepto de interés social.	211
3.1.2. Reduccionismo economicista y corporativista de ambos planteamientos.	216
i) Carácter constructivista y planificador de las formulaciones institucionalistas de interés social.	217
a) El prejuicio “tecnocrático”.	222
b) El prejuicio “paternalista”.	224
c) El prejuicio “político”.	225
d) El corporativismo institucionalista.	226
ii) Las limitaciones del criterio contractualista de “eficiencia económica”.	227
3.2. Aspecto formal: Proyección del reduccionismo material del concepto de interés social sobre la estructura organizacional de la sociedad de capital.	234
3.3. ¿Cómo interpretamos la regulación legal positiva del interés social?: El “ <i>comply or explain approach</i> ” como alternativa a los paradigmas en pugna.	238

CAPÍTULO III. APROXIMACIÓN A LA TEORÍA DE LOS DEBERES FIDUCIARIOS

1. Desarrollo histórico de los deberes fiduciarios.	243
1.1. Origen de la teoría jurídica: el <i>Common Law</i> .	243
1.2. La relación fiduciaria del administrador de sociedades.	248

ÍNDICE

1.3. Deberes derivados de la relación fiduciaria del administrador.	251
1.3.1. Deber de diligencia.	253
1.3.2. Deber de lealtad.	257
2. Articulación normativa del fenómeno jurídico.	261
2.1. El desarrollo del <i>soft Law</i> .	262
2.1.1. EEUU.	263
i) Los <i>Principles of Corporate Governance</i> del <i>American Law Institute</i> .	263
ii) <i>Key Agreed Principles</i> de la NACD.	267
2.1.2. Reino Unido.	268
2.1.3. Alemania.	270
2.1.4. Francia.	271
2.1.5. Italia.	273
2.1.6. España.	274
i) Informe del Círculo de Empresarios.	274
ii) Informe Olivencia.	275
iii) Informe Aldama.	277
iv) Guía de principios de buen gobierno corporativo de la Fundación de Estudios Financieros.	280
2.1.7. Documentos de <i>soft Law</i> publicados por iniciativa de organizaciones internacionales.	281
i) Principios de gobierno corporativo de la OCDE.	281
ii) ICGN <i>Global Corporate Governance Principles</i> .	281
iii) Informe Winter.	282
2.2. Articulación legal de los deberes fiduciarios en el derecho positivo.	283
2.2.1. EEUU.	283
i) <i>Model Business Corporation Act</i> .	283
ii) <i>Delaware General Corporation Law</i> .	285
2.2.2. Reino Unido.	286
2.2.3. Italia.	287

2.2.4. Alemania.	288
2.2.5. Portugal.	288
2.2.6. España.	289
2.3. Los deberes fiduciarios en la normativa interna de las sociedades cotizadas españolas.	295
2.3.1. Telefónica S.A.	296
2.3.2. Banco Santander S.A.	298
2.3.3. Industria de Diseño Textil S.A. (INDITEX S.A.)	298
3. Fundamento jurídico de la teoría de los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades de capital.	301
3.1. Las posiciones doctrinales en el ámbito jurídico anglosajón.	303
3.1.1. El “ <i>moral approach</i> ” del Derecho fiduciario tradicional.	303
i) Confianza (fiducia).	303
ii) Buena fe, honestidad.	307
iii) El “ <i>status</i> ” fiduciario.	309
iv) La justicia distributiva como contenido de los deberes fiduciarios.	311
3.1.2. El “ <i>principal-agent approach</i> ”.	312
i) Separación propiedad-gestión.	313
ii) Obligaciones abiertas.	314
iii) Información asimétrica.	315
iv) Respuesta del Derecho ante los problemas de la relación fiduciaria: la imposición de los deberes de lealtad y diligencia.	316
3.1.3. Análisis contractual-económico: El “ <i>wealth maximazing approach</i> ”.	318
i) Contratación hipotética (<i>implicit contracting</i>).	319
ii) Criterio de maximización del beneficio (<i>wealth maximazing</i>).	321
iii) Carácter contractual de los remedios por incumplimiento.	323
iv) Función del Derecho positivo en el ámbito fiduciario.	325

ÍNDICE

3.2. Apreciación crítica.	326
3.2.1. Valoración de las perspectivas jurídicas descritas.	326
i) Inconsistencia del “ <i>moral approach</i> ” a los deberes fiduciarios.	326
ii) Insuficiencia de la aproximación a los deberes desde la teoría de la agencia.	332
iii) Limitaciones de la aproximación contractual-económica.	333
3.2.2. Integración de posiciones: Los deberes fiduciarios como cláusulas derivadas del estándar de buena fe contractual.	334
4. <i>Opting out of fiduciaries duties?</i> : Disponibilidad vs. Imperatividad de la articulación positiva de los deberes fiduciarios.	341
4.1. Estado de la cuestión.	344
4.1.1. Las <i>corner solutions</i> .	344
i) Perspectiva imperativa inflexible propuesta por la dogmática tradicional (“ <i>moral approach</i> ”).	344
ii) Disponibilidad absoluta propuesta por la teoría económica-contractualista.	345
4.1.2. Perspectivas eclécticas.	348
i) Núcleo y periferia de los deberes fiduciarios.	348
ii) “ <i>Information-revealing approach</i> ”.	353
iii) Criterio de “razonabilidad” de las renunciaciones de derechos derivados de los deberes fiduciarios.	355
iv) Rigor con la deslealtad e indulgencia con la negligencia.	357
a) Presencia o insuficiencia de incentivos naturales para el cumplimiento de los deberes.	358
b) Sustituibilidad de las normas legales por mecanismos de mercado.	359
c) Grado de incertidumbre al que se enfrenta el administrador.	360

4.2. La cuestión de la imperatividad-disponibilidad del ordenamiento positivo a la luz de la naturaleza jurídica de los deberes propuesta en el presente trabajo.	361
4.2.1. Análisis crítico de las posiciones doctrinales descritas.	361
i) Las carencias de las “ <i>corner solutions</i> ”.	362
a) Aproximación moralista.	362
b) Aproximación contractualista.	364
ii) Inadecuación de los fundamentos jurídicos ofrecidos por las aproximaciones eclécticas.	366
4.2.2. Indisponibilidad de los estándares generales de conducta de diligencia y lealtad: la buena fe contractual.	370
4.2.3. Disponibilidad de los deberes fiduciarios de segundo grado.	372
i) Necesidad o conveniencia de la articulación positiva de los deberes fiduciarios de segundo grado.	372
ii) Criterio para la definición del contenido de los deberes fiduciarios de segundo grado: la costumbre mercantil.	374
iii) “Cumplir o explicar” los deberes fiduciarios secundarios.	376
iv) Condiciones para la disponibilidad contractual de los deberes.	378

CAPÍTULO IV. EVALUACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD POR INCUMPLIMIENTO DE LOS DEBERES FIDUCIARIOS: LA ACCIÓN SOCIAL DE RESPONSABILIDAD CONTRA LOS ADMINISTRADORES

1. Planteamiento.	385
1.1. Delimitación del análisis.	385
1.2. Marco normativo.	387

ÍNDICE

2.	La acción social de responsabilidad como instrumento previsto para la exigencia de responsabilidad por incumplimiento de los deberes fiduciarios.	389
2.1.	Naturaleza y objetivos de la acción.	389
2.1.1.	Función resarcitoria.	389
2.1.2.	Carácter contractual y orgánico de la acción social de responsabilidad.	390
2.1.3.	Diferenciación de la naturaleza jurídica de la denominada “acción individual de responsabilidad” (art. 241 LSC).	392
i)	Criterio de delimitación de las acciones de responsabilidad en función del patrimonio dañado por el administrador.	394
ii)	El art. 241 LSC como norma de remisión al régimen general de responsabilidad civil.	397
2.2.	Presupuestos de la acción social.	400
2.2.1.	Actuación antijurídica.	401
i)	Actos contrarios a la ley o los estatutos.	401
ii)	Incumplimiento de los deberes fiduciarios.	402
2.2.2.	Culpa o dolo.	404
2.2.3.	Daño y nexo causal.	405
2.3.	Carga de la prueba.	405
2.4.	Jurisdicción y competencia.	407
2.4.1.	La competencia de los Juzgados de lo Mercantil para las acciones sociales de responsabilidad.	407
2.4.2.	La competencia en caso de acumulación de acciones.	407
2.5.	Legitimación.	409
2.5.1.	Delimitación legal general de la legitimación para el ejercicio de la acción social de responsabilidad (art. 236.1 LSC).	409
2.5.2.	Legitimación activa en cascada o escalonada.	411
i)	Ejercicio de la acción por la sociedad.	411
ii)	Legitimación subsidiaria de los socios.	413

iii) Ejercicio de la acción social por los acreedores legitimados.	415
2.5.3. Legitimación pasiva.	416
i) Sujetos legitimados: los administradores responsables.	416
a) El administrador de hecho.	417
b) Administrador persona jurídica.	420
ii) La regla de la solidaridad.	421
iii) Causas de exoneración.	423
2.5.4. Posición adoptada por el régimen legal de legitimación para el ejercicio de la acción social de responsabilidad en el debate contractualista-institucionalista de interés social.	425
2.6. Plazo de prescripción de la acción social de responsabilidad.	426
3. <i>Opting out</i> del régimen legal de responsabilidad de los administradores.	429
3.1. Debilidad de los fundamentos jurídicos ofrecidos para justificar la imperatividad del régimen legal.	431
3.2. Aplicación del principio <i>comply or explain</i> .	438
3.3. Posibles criterios para la determinación del contenido del régimen legal.	439
CONCLUSIONES	443
BIBLIOGRAFÍA	456
1. Estudios.	456
2. Informes y propuestas de regulación del gobierno corporativo.	489

ABREVIATURAS

AAMN	Anales de la Academia Matritense del Notariado.
AA.VV	Autores Varios.
ABA	American Bar Association.
ADC	Anuario de Derecho Civil.
AktG	Aktiengesellschaft, Ley de Sociedades anónimas de Alemania de 1965.
ALI	American Law Institute.
Ap.	Apartado.
AP	Audiencia Provincial
Art.	Artículo.
BJR	Business Judgment Rule.
BOE	Boletín Oficial del Estado.
Cap.	Capítulo.
CC	Código Civil español.
CCit.	Código Civil italiano.
CCom	Código de Comercio español.
CDSI	Compendio de la Doctrina Social de la Iglesia.
CDyC	Cuadernos de Derecho y Comercio.
CE	Constitución Española de 1978.
Cfr.	Confróntese.
Cit.	Obra Citada.
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores.
CMVM	Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios de Portugal.
CUGC	Código Unificado de Gobierno Corporativo de 2006.
DGCL	Delaware General Corproation Law.
DGRN	Dirección General de los Registros y del Notariado.
Dir.	Director.
ECGI	European Corporate Governance Institute.
Ed.	Editor.
Ej.	Ejemplo.
EUNSA	Ediciones Universidad de Navarra S.A.
Giur. Comm.	Giurisprudenza Commerciale.

IFC	International Finance Corporation.
J.	Journal.
L.	Law.
LO	Ley Orgánica.
L & P	Law & Policy.
LMV	Ley del Mercado de Valores, Ley 24/1988, de 28 de julio.
LSA	Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.
LSC	Texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, Real Decreto legislativo 1/2010, de 2 de julio.
LSRL	Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, Ley 2/1995, de 23 de marzo.
MBCA	Model Business Corporation Act.
nº	Número.
NACD	National Association of Corporate Directors.
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.
OPA	Oferta pública de adquisición.
pp.	Páginas.
RAE	Real Academia Española.
RDBB	Revista de Derecho Bancario y Bursátil.
RDM	Revista de Derecho Mercantil.
RdS	Revista de Derecho de Sociedades.
Rev. Soc.	Revue des sociétés.
Rew.	Review.
Riv. Dir. Civ	Rivista de Diritto Civile.
Riv. Dir. Comm.	Rivista de Diritto Commerciale e di Diritto Generale delle Obligazioni.
Riv. Soc.	Rivista delle Società.
RVEH	Revista Valenciana de Economía y Hacienda.
S.A.	Sociedad Anónima.
SAP	Sentencia de la Audiencia Provincial
SE	Sociedad anónima europea.
ss.	Siguientes.

ABREVIATURAS

STC	Sentencia del Tribunal Constitucional.
STS	Sentencia del Tribunal Supremo.
Trad.	Traducción.
U.	University.
UE	Unión Europea.
v.	Versus.
vol.	Volumen.
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht.

INTRODUCCIÓN

El objeto de la presente investigación es el estudio de la actuación exigible a los miembros del órgano de administración de las sociedades de capital en el ejercicio del poder de decisión que contractual y normativamente les corresponde, en el marco de la relación fiduciaria que les vincula con la sociedad administrada. Dicha cuestión ocupa un lugar privilegiado en el moderno movimiento de *Corporate Governance* europeo¹, dirigido a reducir al mínimo los costes empresariales derivados del necesario control al que las sociedades deben someter a sus *decisionmakers*, para alinear sus decisiones discrecionales con el “interés social”². Al mismo tiempo, constituye uno de los ámbitos institucionales de mayor significación tanto dogmática como práctica del derecho de sociedades. La aproximación al mencionado temario exige, en efecto, la reflexión sobre diferentes conceptos básicos del Derecho mercantil y obliga a explorar los fundamentos jurídicos del ordenamiento positivo que regula la actuación y responsabilidad de los administradores de sociedades.

Ahora bien, hasta la fecha, en los estudios efectuados al respecto, se han privilegiado perspectivas con una fuerte carga ideológica, que, no obstante las notables diferencias existentes entre ellas, han venido a coincidir en un común planteamiento y resultado reduccionista, de corte economicista. Esta apreciación se hace en particular patente cuando se considera la cuestión relativa a la conceptualización del denominado “interés social”, erigido en directriz básica del comportamiento debido por los administradores sociales, al tiempo que en criterio o instrumento de interpretación e integración de sus deberes fiduciarios. La polémica acerca del entendimiento del interés social ha suscitado, entre otros, el problema de la inevitable contraposición o, alternativamente, posible y deseable

¹ Cfr.: PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2007, p. 12.

² Cfr.: Informe CADBURY, “*The financial aspects of corporate governance*”, Gee and Co. Ltd./Professional Publishing Ltd., Londres, 1992, apartado 4.2.

coordinación entre los intereses de los socios (*shareholders*) y los intereses de quienes, sin tener la condición de socios, también se ven afectados por el supuesto societario (trabajadores, financiadores, consumidores, comunidades locales... [*stakeholders*]³).

En la presente investigación, se considerará la oportunidad y viabilidad de un enfoque capaz de superar las limitaciones a las que se ha hecho referencia y desde el cual el buen gobierno de las sociedades de capital pueda cimentarse sobre una comprensión tanto del interés social, como de los deberes fiduciarios de los administradores, que tenga en cuenta no sólo los aspectos contractual e institucional del fenómeno societario, sino, particularmente, la especial significación de la persona humana como empresaria, como agente capaz de descubrir y poner en marcha las oportunidades de negocio que descubre en el mercado⁴. Se procurará sentar las bases de un nuevo prisma a través del cual poder interpretar e integrar los aspectos jurídicos del gobierno corporativo y, en particular, de los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades de capital. Dicho criterio deberá estar fundado en una antropología distinta de aquella que inspira la visión economicista y estática de los paradigmas tradicionales (contractualista e institucionalista). Deberá estar, en definitiva, más centrada en la persona humana libre, así como en su esencial capacidad de actuar empresarialmente⁵.

Para lograr dicho objetivo, se hará girar la presente investigación en torno a dos ejes principales: de un lado, un eje jurídico-empresarial, que impondrá el estudio de textos con significación normativa (legal, estatutaria,

³ Término acuñado por FREEMAN, R., *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman Press, Boston, 1984, pp. 31 y ss., para referirse a “quienes pueden afectar o son afectados por las actividades de la empresa”.

⁴ Cfr.: KIRZNER, I., “Creativity and/or Alertness: A Reconsideration of the Schumpeterian Entrepreneur”, en *Review of Austrian Economics*, nº 11, 1999, pp. 5 y ss.

⁵ Una aproximación a la acción humana como elemento decisivo de las ciencias económicas y jurídicas puede encontrarse en la obra central de MISES, L., *La acción humana, tratado de economía (Human Action -1949-)*, Unión Editorial, Madrid, 1980.

INTRODUCCIÓN

autorreglamentaria, ética); de otro, un eje de fundamentación, que obligará a la valoración crítica de los paradigmas contractualista e institucionalista, referidos a las grandes sociedades de capital, con la consiguiente contraposición entre análisis económico y análisis funcional del derecho, con vistas a sentar las bases de lo que podría ser un paradigma de índole antropológica, basado en la acción humana empresarial, en el que los conceptos de interés social y bien común no resulten antagónicos.

En resumen, la tesis consta de cuatro capítulos, divididos, cada uno de ellos, en diferentes apartados. El primer capítulo está dedicado a las “precisiones conceptuales previas”. En primer lugar, se presentan las diversas perspectivas que han destacado en la definición de la noción económica y jurídica de empresa, y su especial vinculación con el concepto de sociedad. Al respecto, se hace especial referencia al desarrollo de la teoría de la empresa en el ámbito anglosajón americano, menos explicada por la doctrina española y, al mismo tiempo, de fundamental conocimiento previo al estudio de los *fiduciary duties*, en la medida en que gran parte de la evolución de la fundamentación jurídica de estos, se encuentra inspirada y sensiblemente influida por las conclusiones de aquella teoría económica-contractual de la empresa.

Asimismo, se presentan las diferentes aportaciones dogmáticas en torno a la especial vinculación entre el fenómeno empresarial y el concepto jurídico de sociedad de capital, advirtiendo que frente a las teorías institucionalistas y contractualistas tradicionales, recientemente habría aparecido otra, que viene a subrayar la importancia de la función del empresario –emprendedor que pone en marcha el proyecto empresarial en función de las oportunidades de negocio descubiertas en el mercado- y de la necesidad de que los conceptos de la empresa y la sociedad se interpreten de en función de dicha premisa.

Vinculado a lo anterior, en el primer capítulo también se describe la figura del administrador como representante del empresario persona jurídica

que constituye la sociedad de capital, así como el desarrollo del *Corporate Governance*, movimiento dirigido a optimizar los mecanismos de control e incentivo de la adecuada administración de las sociedades, entre los cuales se encuentran los *fiduciary duties*.

Asimismo, se aborda el análisis de la “función del Derecho en el ámbito del gobierno corporativo”, cuestión cuyo resultado incidirá decisivamente en la investigación en torno a los deberes fiduciarios ya que, en síntesis, determinará cómo debería “hacerse, interpretarse e integrarse” el Derecho de sociedades⁶ y, en particular, la articulación positiva de los estándares generales y reglas específicas derivadas de los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad.

En el segundo capítulo del trabajo se analiza la anteriormente mencionada cláusula de “interés social”, cuestión compleja, ampliamente debatida y pieza esencial en la teoría de los deberes fiduciarios en la medida en que viene a concretar los sujetos activos de los mismos (*for whom are corporate managers fiduciaries*⁷). Al respecto, primeramente se describe el “estado de la cuestión”. Por un lado, mediante la distinción de los paradigmas institucionalista y contractualista en el ámbito de la doctrina y, por otro lado, a través de la descripción de la articulación positiva de la cláusula en el Derecho español y en el comparado. En efecto, el análisis de este concepto resulta inviable si no se aborda desde una perspectiva de comparación jurídica y empresarial; es decir, desde una perspectiva que tenga en cuenta los distintos modelos ensayados y/o propuestos tanto en los países de *Common Law* como en los de *Civil Law*, sin perder de vista en el análisis, cuando resulte del caso, las peculiaridades que puedan estar

⁶ Cuestión ampliamente analizada por PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades? (Reflexiones a propósito de la libertad contractual en la nueva LSRL)”, en (Coord.) PAZ-ARES, C., *Tratando de la Sociedad Limitada*, Fundación Cultural del Notariado, Madrid, 1997, pp. 161 y ss.

⁷ Cfr.: BERLE, A., “For whom are corporate managers trustees”, en *Harvard L. Rev.* n° 45, 1931-1932, pp. 1365 y ss. y DODD, E. M., “For whom are Corporate Managers Trustees?”, en *Harvard L. Rev.*, n° 45, 1931-1932, pp. 1145 y ss.

INTRODUCCIÓN

vinculadas a la tradición jurídica y empresarial correspondientes (*path dependence*).

Posteriormente, en el apartado tercero del segundo capítulo de la tesis, se presenta una valoración crítica de los mencionados paradigmas en pugna (en su aspecto material y formal) aplicando varias de las conclusiones extraídas en el primer capítulo, al establecer las precisiones conceptuales previas. Seguidamente, se propone la posibilidad de adoptar una interpretación *contractual-dinámica* de la cláusula de interés social capaz, a un tiempo, de integrar los aspectos valiosos y superar las carencias, de las nociones del concepto analizadas previamente.

El tercer capítulo de la tesis aborda, concretamente, la teoría jurídica de los *fiduciary duties* de los administradores de sociedades de capital. El análisis comienza con el estudio de su desarrollo histórico (el *Common Law*) y de la concreta articulación positiva de los deberes fiduciarios en el *soft y hard Law* de los más destacados ámbitos de derecho comparado. Como se verá, el estatuto de los administradores de sociedades de capital resulta de una pluralidad de fuentes jurídicas, no sólo de naturaleza legal –ordenamiento que en España tiene por objeto enunciar los deberes fiduciarios de los administradores (en forma de principios generales [*standards*]) y precisar alguna de las principales manifestaciones de tales deberes (en forma de casuística [*rules*]), así como la determinación del régimen de responsabilidad civil aplicable en caso de infracción-, sino también de naturaleza privada, como es el caso de los estatutos sociales y de los reglamentos de los consejos de administración –que sirven, en su caso, para desarrollar y concretar el contenido y alcance de los deberes fiduciarios de los administradores-. En tal sentido, resultará necesario analizar dicho conjunto de textos regulatorios, para poder determinar, mediante su análisis, cómo se conciben por el legislador, y en su caso, los tribunales, así como por los socios, administradores y demás *stakeholders*, los deberes fiduciarios de los administradores.

El apartado tercero del tercer capítulo es uno de los más significativos de la tesis, en la medida en que, en éste, se estudia la fundamentación jurídica de la teoría de los deberes fiduciarios. En primer lugar se describe el enfrentamiento de las distintas aproximaciones jurídicas a los *fiduciary duties*, de origen fundamentalmente anglosajón: “*moral approach*”, “*principal-agent approach*” y “*wealth-maximizing approach*”. Seguidamente se señalan las carencias e inconsistencias que pueden encontrarse en cada uno de ellos y se adopta una posición concreta en el debate, concibiendo a los deberes fiduciarios como manifestaciones, en el ámbito societario, del deber de buena fe contractual.

En el apartado cuarto se analiza una importante implicación práctica de la posición adoptada en la discusión en torno a la naturaleza de los deberes fiduciarios: la posibilidad de que las partes puedan disponer contractualmente de los deberes (“*opting out fiduciary duties*”), discusión que en el ámbito norteamericano se vio seriamente incrementada tras el célebre Caso jurisprudencial *Smith v. Van Gorkom*, de 1985 y, como consecuencia del mismo, la modificación de la legislación societaria del estado de *Delaware*, que pasó a admitir la disponibilidad de la obligación legal de responsabilidad por incumplimiento del deber fiduciario de diligencia⁸. Se presentan y valoran críticamente las diferentes perspectivas existentes en la doctrina y, posteriormente, se expone una posible solución del problema jurídico a la luz de la posición adoptada, en el apartado inmediato anterior, referido a la fundamentación jurídica de los deberes fiduciarios.

Por último, en el capítulo cuarto, se analizan los instrumentos procesales previstos legalmente para demandar a los administradores en caso de incumplimiento de los *fiduciary duties*. Se hace especial referencia al régimen legal español de responsabilidad de los administradores (arts. 236 y ss. LSC) y, en particular, a la acción social de responsabilidad, como

⁸ Véase el art. 102.b.7 de la *Delaware General Corporation Law*.

INTRODUCCIÓN

instrumento previsto para el control judicial de cumplimiento de los deberes fiduciarios (arts. 225 y ss. LSC), introduciendo en los diferentes elementos de análisis las conclusiones extraídas en los capítulos anteriores del trabajo de investigación. En definitiva, se confirma la posible y deseable adecuación de las posiciones adoptadas en la tesis, desde el punto de vista teórico, en el ámbito del ejercicio procesal de las acciones de responsabilidad previstas para controlar e incentivar la diligente y leal administración de las sociedades de capital en defensa del interés social.

CAPÍTULO I

PRECISIONES CONCEPTUALES PREVIAS

1. PLANTEAMIENTO

La investigación en torno a los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades de capital se enfrenta, desde el inicio, a una serie de conceptos de ineludible tratamiento previo. La diversa definición y alcance que se otorgue a cada uno de dichos fenómenos jurídicos afectará sustancialmente las conclusiones de la investigación. Por tal motivo, resulta indispensable establecer qué se entenderá por cada uno de ellos a los efectos de que el análisis jurídico posterior pueda derivarse lógicamente de dichas bases conceptuales.

Nos referimos básicamente, por un lado, al concepto de empresa y su especial relación con el concepto de sociedad de capital, así como al de la figura del administrador de sociedades, concepto que constituiría una suerte de nexo entre los dos anteriores; y, por otro lado, a la cuestión de la función del Derecho y de la ética en el ámbito del gobierno corporativo.

La aproximación a los mencionados conceptos nos situará en el ámbito en el que operan los administradores de sociedades. A partir de allí, estaremos en condiciones de introducirnos en el estudio del interés social como criterio orientador de su actuación, del origen de sus deberes fiduciarios, su desarrollo, su naturaleza jurídica y, en definitiva, plantearnos qué políticas normativas resultan aconsejables para la consecución del buen desarrollo de la actividad empresarial y la preservación del bien común.

2. LA RELACIÓN ENTRE LOS CONCEPTOS DE EMPRESA Y SOCIEDAD DE CAPITAL

La vinculación de los conceptos de empresa y sociedad de capital resulta particularmente difícil de definir. Al respecto se han sostenido muy variadas posiciones. Así, se ha llegado a sostener que la sociedad de capital sería simplemente la “forma jurídica de la empresa”⁹; que la sociedad constituiría la “forma del titular de la empresa”, no de la empresa misma¹⁰; que la empresa sería parte de la sociedad de capital (su objeto social) o, en sentido contrario, la sociedad parte de la empresa (el capital de la misma); que mientras la sociedad constituiría un instrumento jurídico para organizar intereses homogéneos, la empresa organizaría o portaría intereses plurales¹¹. Asimismo, según explica Robert CLARK¹², varios autores, fundamentalmente, provenientes de la ciencia económica anglosajona han tendido a confundir ambos términos¹³, llegando a utilizar indistintamente los

⁹ Cfr.: PAILLUSEAU, J., *La Société anonyme. Technique d'organisation de l'entreprise*, Sirey, París, 1967, pp. 5 y ss., quien sostiene que la sociedad sería una técnica jurídica al servicio de la empresa que vendría a otorgarle reglas de funcionamiento y “vida jurídica”. En el mismo sentido, ESTEBAN VELASCO, G., *El poder de decisión en las sociedades anónimas: Derecho europeo y reforma del Derecho español*, Civitas, Madrid, 1982, pp. 578 a 594, afirma que se estaría tendiendo a la superación del derecho de sociedades a favor del derecho de la empresa en el que la sociedad es vista meramente como la forma de organización jurídica adaptable a las necesidades de la empresa y un vehículo a través del cual se organizan los diversos intereses que en ella confluirían.

¹⁰ RUBIO GARCÍA-MINA, J., *Introducción al Derecho mercantil*, Ediciones Nauta S.A., Barcelona, 1969, p. 465.

¹¹ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en derecho de sociedades*, Portico, Zaragoza, 1977, p. 45.

¹² CLARK, R., “Agency costs versus fiduciary duties”, en (Ed.) PRATT, W. y ZECKHAUSER, R., *Principals and agents: the structure of business*, Harvard Business School Press, Boston, 1985, pp. 55 y ss.

¹³ En cierto modo resulta comprensible que quien no se interese directamente por las consecuencias jurídicas de la relación entre estos conceptos tienda a confundirlos en uno solo, en la medida en que sería más sencillo otorgar a la empresa –aunque sea de modo informal– cierto carácter institucional para explicar otras implicaciones y características del fenómeno. Considerando que la sociedad aporta dicha institucionalización jurídica y el patrimonio de ambos coincidiría, las probabilidades de confundir los términos se incrementarían.

términos empresa y sociedad (*corporation, firm, company, etc.*), lo que dificultaría aún más los problemas interpretativos¹⁴.

Probablemente, una de las principales razones por las cuales resulta problemático caracterizar dicha relación es que, por su parte, no han resultado pacíficas las nociones de “sociedad de capital” y, fundamentalmente, de “empresa”, vocablo que se ha empleado desde muy diversas perspectivas.

Con relación a la noción jurídica de sociedad nos enfrentaremos principalmente a la clásica discusión entre contractualistas (que, en síntesis, no verían en la sociedad de capital nada más que un contrato entre personas que se comprometen a aportar capital con el objetivo de financiar una actividad empresarial) e institucionalistas (que, omitiendo varios matices, coincidirían en concebir a la sociedad como una entidad independiente de sus socios con un interés autónomo y superior).

Por su parte, respecto del concepto de empresa, tanto es así que el Diccionario de la Real Academia Española contiene hasta cinco acepciones distintas del término empresa entre las que destacan, la primera, que la define, en sentido amplio, como “acción o tarea que entraña dificultad y cuya ejecución requiere decisión y esfuerzo”; la que la concibe como “unidad de organización dedicada a actividades industriales, mercantiles o

¹⁴ Véase, a modo de ejemplo, el trabajo de CLARK, R. “Contracts elites and traditions in the making of Corporate Law”, en *Columbia L. Rev.*, n° 89, 1989, pp. 1703 y ss.

En el mismo sentido, los renombrados Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, 2004, desde su Preámbulo (véase <http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf>, p. 14.), advierten explícitamente, que tratarán ambos conceptos como sinónimos.

La dificultad radicaría, según explica SCHMIDT, K., *Derecho comercial (1987)*, Astrea, Buenos Aires, 1997, p. 72, en que el derecho debe reconocer el hecho de que la empresa conforma una unidad funcional y económica sin reconocerle la calidad de sujeto de derecho. La empresa no puede transmitirse en un acto, no se la puede embargar o hipotecar completamente, pero, de alguna manera exige ser tratada según su unidad funcional. La titularidad por parte de sociedades de capital, facilita muy significativamente este problema ya que, en general, el patrimonio social y el de la empresa coinciden, siendo las cuotapartes del capital social susceptibles de todas las operaciones jurídicas anteriormente mencionadas.

de prestación de servicios con fines lucrativos”; y la que la identifica con el “lugar en que se realizan estas actividades”.

Desde el punto de vista jurídico, la doctrina española ha coincidido en señalar que la descripción y definición del concepto de empresa -así como su distinción del concepto de sociedad- resulta seriamente dificultosa¹⁵. Al respecto, por su parte, la doctrina jurídica italiana de la primera mitad del siglo XX ha llegado a sostener que el concepto de empresa constituiría un fenómeno económico “poliédrico” -con diversas aristas- que afectaría su conceptualización jurídica y que determinaría la coexistencia de diversos “perfiles jurídicos” en la empresa: un perfil subjetivo -la empresa como empresario-, un perfil funcional -la empresa como actividad-, un perfil objetivo -la empresa como conjunto de bienes- y un perfil corporativo -la empresa como institución-¹⁶; idea que ciertamente viene a coincidir con las opiniones de los autores españoles acerca de las dificultades que plantea la formulación de un concepto general o universal de empresa. En el ámbito alemán, Karsten SCHMIDT, llega a concluir que no existiría un concepto jurídico general de empresa, sino ámbitos jurídicos que llevan a desarrollar el concepto y que no deben ser generalizados por estar pre-determinados teleológicamente¹⁷.

¹⁵ Cfr.: GIRÓN TENA, J., “Sobre las características generales desde los puntos de vista político - jurídico y conceptual de los problemas actuales en torno a la empresa”, en AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Antonio Polo*, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, 1981, p. 295, quien señala que el concepto de empresa ha generado grandes problemas a la dogmática; GARRIGUES, J., “Anotaciones de un jurista sobre reforma de la empresa”, en *Hacia un nuevo Derecho mercantil (Escritos, Lecciones y conferencias)*, Tecnos, Madrid, 1971, p. 4, quien subraya el fracaso de los mercantilistas al acercarse al concepto, al que llevarían mucho tiempo “cortejando” sin poder “tomar posesión” del mismo; RUBIO GARCÍA-MINA, J., *Introducción al Derecho mercantil*, cit., p. 451, quien sostiene que las dificultades para la determinación del concepto de empresa, en gran parte, se deberían a la voluntad de la doctrina de “formular un concepto unitario de la misma”; más recientemente, DE LOS RÍOS SÁNCHEZ, J.M., *Comunidad de bienes y empresa*, McGraw-Hill, Madrid, 1997, pp. 83 y ss., califica a la empresa de “concepto difícil y discutido” y agrega que es frecuente encontrar en la legislación el uso del término en circunstancias muy distintas y que tal “promiscuidad” sería fruto de la pobreza idiomática para describir realidades diversas.

¹⁶ ASQUINI, A., “Profili dell’impresa”, en *Riv. Dir. Comm.*, vol. XLI, 1943, pp. 1 y ss.

¹⁷ SCHMIDT, K., *Derecho comercial*, cit., pp. 65-66.

En el sentido referido por el citado autor alemán, la noción de empresa ha sido abordada desde las más diversas perspectivas y áreas del conocimiento. Para la sociología sería una organización de personas; para la economía, una organización de factores (objetos y sujetos)¹⁸; para la teoría de la administración empresarial, sería “una forma de organización humana, con autonomía y capacidad de auto-continuidad, que proporciona a la sociedad unos bienes y servicios determinados, añadiendo valor económico”¹⁹.

A su vez, dichos cambios de perspectiva pueden ser descubiertos también en las diferentes áreas del Derecho. Así, para el Derecho de competencia, la empresa sería un sujeto; para el Derecho civil, un objeto, siendo la persona física o jurídica el sujeto titular de la misma: el empresario; mientras que para el Derecho mercantil, sería, según la doctrina mayoritaria, una actividad²⁰ o, más bien, una forma de organización de la actividad económica²¹.

Para avanzar en la aproximación a la especial vinculación jurídica entre los conceptos de empresa y sociedad que, a los efectos del presente trabajo, consideraremos válida, se hará especial referencia, en primer lugar, a la noción contractual-económica de empresa (y a la función que en ella se otorga a la sociedad de capital) desarrollada, principalmente en el ámbito anglosajón –de donde proviene la teoría de los deberes fiduciarios- a lo largo del siglo XX, por importantes especialistas provenientes del ámbito económico y recogida por destacados juristas vinculados a la escuela del análisis económico del Derecho. Posteriormente, se describirá brevemente la noción de sociedad desarrollada y descrita por la dogmática jurídica tradicional, la ubicación otorgada a la empresa en el ámbito societario y la

¹⁸ Véase, por ejemplo, COASE, R., *La empresa, el mercado y la Ley*, versión traducida española de CONCOME Y BOREL, G., Alianza Editorial, Madrid 1994, p. 39.

¹⁹ VALERO Y VICENTE, A. y LUCAS TOMÁS, J.L., *Política de empresa. El gobierno de la empresa de negocios*, EUNSA, Pamplona, 1997, pp. 23-24

²⁰ Cfr.: GONDRA ROMERO, J.M., “La estructura jurídica de la empresa”, en *RDM*, nº 228, 1998, pp. 500 y ss.

²¹ Véase la síntesis expuesta por LLEBOT MAJÓ, J.O., “Doctrina y teoría de la empresa en el Derecho Mercantil (Una aproximación al significado de la teoría contractual de la empresa)”, en *RDM*, nº 220, 1996, pp. 330 y ss.

evaluación crítica que ésta hace de las más recientes aportaciones de la teoría económica.

Corresponde advertir, antes de abordar el análisis de las señaladas teorías, que los diferentes puntos de vista en los que se sitúan las mismas, por un lado, el económico y, por otro, el jurídico-dogmático, resultan esenciales para comprender sus diferencias. Así, mientras la perspectiva económica-contractual partiría, en general, de la observación del fenómeno económico empresarial y sus consecuencias en el mercado para luego explicar la naturaleza de las instituciones (la empresa “sería” antes que la sociedad de capital), la perspectiva dogmática jurídica partiría de la descripción de la estructura organizacional y de los valores jurídicos que inspirarían el modelo legal (la sociedad de capital “sería” antes que la empresa). Parecería, entonces, que la perspectiva económica tendería a tratar de ubicar a la sociedad dentro del fenómeno empresarial, mientras que la perspectiva jurídica tendería a analizar jurídicamente la sociedad de capital para luego acomodar a dicho concepto el de empresa.

En todo caso, como se ha señalado, actualmente las empresas existen y constituyen una parte importante del mercado moderno, tanto como existían y cumplían una función vital para la comunidad, con anterioridad a que la legislación positiva se ocupara de definirla concretamente²². En tal sentido, corresponde, en primer lugar exponer el análisis del fenómeno económico empresarial para luego señalar las implicaciones jurídicas del mismo.

2.1. Análisis económico-contractual de origen anglosajón del fenómeno empresarial y de la relación empresa-sociedad de capital

La noción económico-contractual (neoclásica) de empresa tiene su origen remoto en las aportaciones de la escuela escocesa de economía (fundamentalmente de Adam SMITH, considerado padre de la economía liberal clásica) que consideraba a la empresa una manifestación de los

²² Cfr.: BYLUND, P., “The economic theory of the firm”, en <http://mises.org/daily/5624/The-Economic-Theory-of-the-Firm>.

principios económicos naturales que rigen la sociedad humana (la economía de mercado), fundamentalmente el de división del trabajo, el de especialización y, derivado de los dos anteriores, el de intercambio (el contrato)²³. La empresa, desde esta perspectiva, no era más que la realización de estos principios de forma sostenida en el tiempo, con el objetivo de mejorar la eficiencia económica derivada de la especialización, el ahorro de costes y la producción en serie o a gran escala.

Sin perjuicio de advertir las dificultades que el establecimiento de una noción económica general de empresa conllevaría²⁴, el desarrollo de la teoría liberal-contractual habría llevado a la conclusión de que la empresa, desde el punto de vista externo, consistiría en una combinación organizada de factores de producción con el objetivo de producir bienes o servicios para el mercado y, desde el punto de vista interno, un conjunto de contratos entre los titulares de los factores de producción, contratos que determinarían conjunta y espontáneamente la manera más eficiente en que deben combinarse la participación de dichos factores para llevar a cabo el proyecto empresarial de manera exitosa²⁵.

En dicho esquema conceptual, la sociedad de capital sería concebida, simplemente, como un subconjunto de contratos dentro del conjunto más complejo que constituiría la empresa. En tal sentido, la sociedad formaría parte de la empresa y su función específica sería la organización de la financiación del proyecto empresarial.

²³ Una completa recopilación de los trabajos más destacados en torno a la naturaleza económica de la empresa puede encontrarse en (Ed.) PUTTERMAN, L., *The economic nature of the firm*, Cambridge University Press, New York, 1986.

²⁴ Así, el renombrado filósofo y economista NOVAK, M., *On corporate Governance. The corporation as it ought to be*, The AEI Press, Washington DC, 1997, p. 10, señala que “*the business corporation is so flexible, practical, polymorphous, adaptable, and various that no organizational definition of its essence is realistic*”.

²⁵ Al respecto, véase como resumen, en España: LLEBOT MAJÓ, J.O., “Doctrina y teoría de la empresa...”, cit., pp. 319 y ss., quien describe los pilares de la teoría contractual-económica de la empresa y, en particular, la concepción neoclásica de empresa, basada en el principio de eficiencia económica, la que consideraría que la empresa existe para i) organizar mejor la división del trabajo, ii) reducir los costes de obtención del capital y iii) obtener los resultados beneficiosos de las llamadas economías de escala.

Seguidamente se detallan los principales representantes de la teoría económico-contractual neoclásica de la empresa, desarrollada fundamentalmente a lo largo del siglo XX en el ámbito anglosajón americano, así como las principales características de la misma, descrita por cada uno de ellos. Su relevancia aparece evidente en la medida en que esta teoría ha inspirado las más destacadas fundamentaciones de los *fiduciary duties* ofrecidas por la doctrina mayoritaria en el ámbito norteamericano, así como varias de las aportaciones de la doctrina europea en este ámbito.

2.1.1. La naturaleza de la empresa según COASE

El análisis económico del fenómeno empresarial no fue abordado seriamente por los economistas sino hasta que las ideas de Ronald COASE en torno a la naturaleza de la empresa, publicadas en 1937²⁶, despertaron gran interés en el ámbito económico y facilitaron la creación de una próspera línea de investigación cuyo resultado ha llegado a ser muy influyente²⁷, incluso, como se verá, en el ámbito jurídico societario.

En síntesis, la aportación central de COASE sería que la existencia de la empresa depende de la eficiencia económica, de la comparación entre los costes derivados de obtener un bien o servicio en el mercado libre y los costes de realizarlo en el marco de una empresa. El “principio de eficiencia”²⁸ requeriría la sustitución de los mercados (adquisición separada e independientemente de los factores necesarios para desarrollar una acción) por empresas, siempre que los costes de transacción originados en el mercado (cada uno de los contratos necesarios) fueran relativamente mayores a los costes de administración de la empresa (costes de agencia). La gran contribución de COASE fue señalar la influencia decisiva de los costes de transacción del que adolece el mecanismo de precios en el mercado libre sobre la decisión de constituir una empresa.

²⁶ COASE, R., “The nature of the firm”, en *Economica, New Series*, vol. 4, nº 16, 1937, pp. 386-405.

²⁷ En España, esta aproximación económica al concepto de empresa se encuentra recogida en el trabajo de ARRUÑADA, B., *Teoría contractual de la empresa*, Marcial Pons, Madrid, 1998.

²⁸ Cuestión que desarrollaría el propio COASE, más completamente, en “The problem of social cost”, en *Journal of Law and Economics*, nº 3, 1960, p. 1 y ss.

La empresa sería, para COASE, una alternativa al mercado. Lo que esencialmente distinguiría a la empresa, en consecuencia, sería la supresión del mecanismo de precios que ofrece el mercado²⁹. La función de coordinación de los bienes y servicios dejaría de ser realizada por los precios (por el libre mercado) para ser desarrollada por el empresario (*entrepreneur*). La cuestión central a dilucidar, señalaba el premio Nobel de economía, sería por qué, en la práctica, en unos casos la coordinación se hace a través de los precios y en otros por el empresario. La respuesta a esta pregunta la encuentra, fundamentalmente, en que, en determinados casos, el mecanismo de libre mercado tiene una serie de costes significativos (negociación, obtención de información, etc.), costes que se verían reducidos si las mismas transacciones se desarrollasen dentro de la empresa³⁰, situación que motivaría al emprendedor a organizarse empresarialmente, asumiendo o coordinando internamente (fuera del mercado) la producción de los bienes y servicios en cuestión. Habrá empresa si al empresario le es menos costoso organizar internamente la producción del bien o servicio que obtenerlo en el mercado.

En definitiva, la empresa consistiría para COASE en un “sistema de relaciones que llega a existir cuando el control y administración de los factores (*resources*) dependen de un emprendedor”³¹. Lo esencial en la empresa sería la autoridad central que dirige la actividad. Implícitamente se estaría concibiendo a la empresa como una actividad, bajo la dirección de un emprendedor³².

A su vez, la empresa sería mayor o menor en la medida en que el empresario pase a controlar más transacciones o las deje bajo el control de los precios de mercado. ¿Qué determina que el empresario opte por controlar dichas transacciones o deje de hacerlo? La respuesta para COASE, sería que el empresario para resolver la cuestión haría, implícita o

²⁹ Véase: LLEBOT MAJÓ, J.O., “Doctrina y teoría de la empresa...”, cit., p. 360.

³⁰ COASE, R., “The nature of the firm...”, cit., pp. 388 y ss.

³¹ *Ibidem*, pp. 392-393.

³² Cfr.: EISENBERG, M., “The conception that the corporation is a nexus of contracts, and the dual nature of the firm”, en *Journal of corporate Law*, nº 24, 1999, pp. 820-821.

explícitamente, una comparación entre los costes de transacción del mercado y los costes de administración interna de dichas transacciones (organización, eficiencia, etc.). Entonces, en aplicación de las leyes económicas naturales, la empresa tendería a crecer hasta el punto en que el coste de organización de una “transacción extra” dentro de la empresa sea igual al de hacerlo en el mercado libre³³.

2.1.2. ALCHIAN y DEMSETZ: el empresario como nexo de contratos

La interpretación y desarrollo de las ideas propuestas por COASE acerca de la naturaleza económica de la empresa, llevó a concebir a la empresa como una red de contratos con estructura centralizada cuyo núcleo sería el “empresario” (persona física o jurídica –la sociedad de capital–), considerado propietario o titular de la misma por ser, como veremos, quien asumiría el control y beneficio residual de la empresa (como contrapartida del mayor riesgo asumido –riesgo residual–) y, en consecuencia, quien gozaría de los incentivos naturales adecuados para adoptar las decisiones que maximicen el beneficio económico general³⁴.

La función del empresario, así entendida, fue descrita por Armen ALCHIAN y Harold DEMSETZ³⁵ como “*nexo*” de todos los contratos que intervienen en la empresa. Este mecanismo centralizado aparecería espontáneamente en la medida en que implicaría un significativo ahorro de costes de transacción entre los diferentes *stakeholders*, quienes, de otro modo tendrían que contratar separadamente con cada uno de los demás para llevar a cabo sus fines particulares³⁶. Ciertamente, con la figura del

³³ COASE, R., “The nature of the firm”, cit., p. 395.

³⁴ Véase: ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Empresa y empresario: un planteamiento contractual”, *working paper* publicado en <http://www.uam.es/centros/derecho/privado/mercanti/investigacion/investig1.html>, pp. 1 y ss.

³⁵ ALCHIAN, A. y DEMSETZ, H., “Production, Information Costs, and Economic Organization”, en *The American Economic Review*, vol. 62, n° 5, 1972, pp. 777-795.

³⁶ *Ibíd.*, p. 794.

Señalan los autores que, en la empresa, en lugar de suscribirse varios contratos multilaterales entre los diferentes propietarios de los *inputs*, un agente central contrata bilateralmente con cada uno de ellos, facilitando la organización eficiente de los *inputs* en

empresario como núcleo central, el número de contratos necesarios para desarrollar la empresa disminuiría significativamente. El empresario como nexo de la red de contratos constituiría la verdadera “esencia” de la empresa, no ya el largo plazo en la contratación, como habían sostenido previamente los economistas liberales clásicos de la escuela escocesa.

Para explicar su particular perspectiva respecto de la naturaleza de la empresa, acudiendo a un gráfico ejemplo, ALCHIAN y DEMSETZ, se preguntan ¿cuál sería la diferencia esencial entre la “relación verdulero-empleado” y la de “verdulero-cliente”? Su respuesta es que la diferencia se encontraría en que, en la primera, existiría el uso en equipo (*team use*) de los factores de producción (*inputs*) y la posición central de una parte en la contratación de todos los *inputs*³⁷. El empresario (individual o colectivo – sociedad de capital-) sería ese “agente central” de contratación en el proceso de producción en equipo y la empresa sería la compleja red contractual a través de la cual se desarrolla el “*team process*” (la actividad empresarial). A diferencia de las conclusiones extraídas por COASE, estos autores señalan que no habría una diferencia esencial entre los contratos dentro y fuera de la empresa. La clave, para ALCHIAN y DEMSETZ, sería el uso en equipo de los bienes y la posición centralizada de una de las partes³⁸.

La empresa sería, pues, para estos autores una estructura esencialmente contractual en la que se encontrarían presentes los siguientes elementos: i) utilización en equipo de diferentes *inputs* para el desarrollo de la producción; ii) propiedad dispersa de los diferentes *inputs*; iii) presencia

un “equipo de producción”. Los términos de los contratos suscritos con dicho agente (el empresario) constituirían la base de la empresa, entidad especialmente adecuada para desarrollar la producción en equipo (“*team production process*”) del *output* de la empresa, el producto que ofrece en el mercado tras el proceso de producción empresarial.

En el ámbito jurídico, coinciden con esta perspectiva, entre otros, BLAIR, M. y STOUT, L., “A team production theory of corporate Law”, en *Virginia L. Rew.*, vol. 85, 1999, pp. 247 y ss., que conciben a la *corporation* como un conjunto de varios contribuyentes e intereses, muchos de los cuales compiten entre sí por los bienes y la influencia en la sociedad.

³⁷ ALCHIAN, A. y DEMSETZ, H., “Production, Information Costs, and Economic Organization”, cit., p. 778.

³⁸ Al respecto, véase el comentario de EISENBERG, M., “The conception that the corporation is a nexus of contracts...”, cit., p. 821.

de una parte común a todos los contratos de los *inputs* que emplea la empresa; iv) parte central que tiene derecho a renegociar los diferentes *inputs* con independencia de los demás, que goza del interés residual de la empresa y que tiene derecho a enajenar su posición o calidad de núcleo central de la empresa³⁹. En tal sentido, la parte o agente central es también calificada, por ALCHIAN y DEMSETZ, como “propietario” de la empresa o “empleador”.

En efecto, para estos autores, debe ser considerado empresario -nexo de todos los contratos- el titular del interés residual –es decir, quien obtiene el beneficio (mayor o menor) o sufre las pérdidas, luego de que las hayan obtenido todos los demás factores con pretensiones fijas-, ya que éste – aplicando el criterio de eficiencia- gozaría naturalmente de los incentivos más adecuados para supervisar la actuación de todos los demás. Como empresario (propietario o titular de la empresa) debe tener, entonces, el poder de decisión sobre los bienes de la empresa respecto de los cuales no estuviera expresamente especificado contractualmente lo que debe hacerse con ellos (poder de decisión residual). En definitiva, entonces, el elemento definitorio para identificar al empresario sería el derecho de control residual de los activos que conforman la empresa.

Llegado a este punto, cabría preguntarse ¿cuál de los participantes de la empresa debería ser considerado titular de la misma?; esto es, ¿a quién correspondería adjudicar el derecho al control residual de sus activos⁴⁰? y, en definitiva, ¿a quién responsabilizar de la adopción de las decisiones empresariales discrecionales?

Con razón, se ha advertido que “hacer” titulares o propietarios a todos los *stakeholders* conjuntamente sería una mala idea porque al tener cada uno intereses distintos -y muchas veces contradictorios-, los continuos conflictos encarecerían demasiado la gestión, lo cual chocaría frontalmente con el principio de eficiencia que inspiraría la existencia de la empresa⁴¹. Quien, en

³⁹ ALCHIAN, A. y DEMSETZ, H., “Production, Information Costs, and Economic Organization”, cit., p. 794.

⁴⁰ Cfr.: ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Empresa y empresario...”, cit., p. 3.

⁴¹ *Ibidem*, p. 4. y ss.

cambio, siguiendo a ALCHIAN y DEMSETZ, cumpliría naturalmente todos los requisitos de eficiencia necesarios para ocupar el papel del empresario sería la persona o grupo de personas que aporta el capital (es decir, en su caso, la sociedad de capital) en la medida en que, i) se encontraría en condiciones de diversificar el riesgo invirtiendo en varias empresas al mismo tiempo; ii), si no se le atribuyera la calidad de propietario (de empresario) los costes del capital tenderían a aumentar significativamente, y iii) gozaría de un interés homogéneo –el lucro- elemento del que carecerían los demás *stakeholders* (así, por ejemplo, el interés de un empleado puede ser distinto o incluso contrario al de otro empleado, dependiendo del tipo de trabajo que realice y la jerarquía que ocupe en la empresa). Estas ideas constituirían el fundamento principal de la teoría contractualista moderna que promueve la contemplación exclusiva de los intereses de los accionistas (“*creating shareholder value*”) a la que haremos referencia en posteriores apartados del presente trabajo.

Tales condiciones naturales del grupo capitalista explicarían que la abrumadora mayoría de las empresas estén organizadas de modo tal que atribuyen la titularidad al grupo capitalista (a la sociedad de capital). En definitiva, sin perjuicio de la naturaleza contractual del concepto de empresa, para estos autores, la relación empresa-sociedad (capitalista) terminaría siendo, en cierto modo, una relación de “titularidad” en la que el propietario sería la sociedad de capital y el objeto de derecho, la empresa.

No obstante, desde nuestro punto de vista, en rigor, el hecho de que en la mayor parte de los casos se concrete esta forma de organización empresarial, no impediría que potencialmente las sociedades puedan ser organizadas de otra manera, atribuyéndosele libremente la titularidad a otro/s *stakeholder/s* de la empresa, en función del poder de negociación que cada uno de ellos tenga en el momento de contratar su participación⁴² y de los diferentes criterios que las partes contemplen al momento de contratar.

⁴² En efecto, como señala, en España, MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “El concepto de interés social como fin de la actividad gestora en la proximidad a la insolvencia”, en AA.VV., *Gobierno Corporativo y crisis empresariales*, II seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil, Marcial Pons, Madrid, 2006, pp. 255 y ss., por ejemplo, en situaciones próximas a la insolvencia, serían los acreedores quienes, en realidad, estarían soportando el riesgo residual de la empresa. Serían los acreedores quienes tendrían el *ultimate financial interest* en tales situaciones, no los socios capitalistas.

En tal sentido, como llega a reconocer ALFARO ÁGUILA-REAL⁴³ (destacado partidario de la teoría contractual de la empresa en el ámbito español), en la medida en que se desarrollan los mercados financieros –y, podríamos agregar, que la etapa del ciclo económico favorezca- los costes de contratar capital financiero tenderían a reducirse significativamente, ocasionando que otros *stakeholders* (cuya participación se haría comparativamente más valiosa) obtengan mayores posibilidades de transformarse en titulares residuales (y, en consecuencia, en el grupo que toma las decisiones empresariales). Ciertamente, en los períodos en los que el capital es más accesible, otros grupos (en particular el *management* y los trabajadores) cuya participación en la empresa pasa a ser subjetiva y proporcionalmente más valiosa -lo que coincide con una mayor demanda de sus servicios por incrementarse el número de empresas en el mercado, como resultado de una mayor oferta de capital financiero- tienden a negociar o renegociar mejores condiciones de participación en las decisiones. En cambio, en períodos recesivos en los que el capital financiero deviene escaso y el número de empresas (y, por tanto, la oferta de trabajo) tiende a disminuir, el poder de negociación de tales grupos disminuye en “beneficio” del grupo de capitalistas, el que a cambio de brindar a las empresas el capital financiero necesario tenderá a exigir los máximos privilegios, entre ellos, principalmente, el poder de decisión residual.

Sin perjuicio de ello, ALFARO ÁGUILA-REAL, suscribiendo la tesis económica-contractual de ALCHIAN y DEMSETZ, mantiene, a nuestro modo de ver sin el fundamento lógico correspondiente, la atribución, en todo caso, al grupo de capitalistas, del poder de decisión residual, aún en el supuesto de que lo más abundante sea el capital inversor y lo escaso sea el capital humano⁴⁴, señalándose como posible efecto o salida de tal situación, la adquisición por parte de los trabajadores de participaciones en el capital societario empresarial.

⁴³ ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Empresa y empresario...”, cit., p. 7.

⁴⁴ *Ibidem*, p. 8.

2.1.3. *JENSEN y MECKLING: La empresa como mero conjunto de contratos delimitado por los “costes de agencia”. La desaparición de la figura del empresario*

Las ideas de Michael JENSEN y William MECKLING vienen a completar el estudio de ALCHIAN y DEMSETZ, incorporando al análisis del concepto de empresa la noción de “costes de agencia”⁴⁵.

La “relación de agencia” sería aquella bajo la cual una o más personas (el principal) contrata a otra persona (el agente) para que realice determinado servicio en su beneficio, delegando ciertas decisiones en el agente. Si ambas partes (agente y principal), como presumen JENSEN y MECKLING siguiendo los postulados del principio de eficiencia, son maximizadoras de sus intereses particulares, habría serias razones para pensar que el agente no siempre actuará en el “mejor interés” del principal. Ante este problema, el principal tendería a procurar establecer incentivos dirigidos a limitar la actividad “aberrante” del agente y a alinear sus intereses con los suyos. Estos incentivos o mecanismos, en general, tendrían un coste para ambas partes, los denominados “costes de agencia”.

Desde el punto de vista jurídico, los costes de agencia aparecerían siempre que se suscribieran contratos basados en relaciones fiduciarias o de confianza y en los casos de contratos incompletos a ser integrados por el agente durante su ejecución, como los que se producen en todo proyecto empresarial. En efecto, en las empresas, constituyen costes de agencia aquellos que se derivan de la divergencia de intereses entre los diferentes participantes que contratan de forma duradera –o por tiempo indeterminado– y de forma incompleta (necesariamente incompleta en cuanto no resultaría posible contemplar *ex ante* todas las posibles contingencias ante las que se encontrarán los contratantes)⁴⁶. Cuanto más incompleto sea el contrato potencialmente mayores serán los costes de agencia, en la medida en que mayores serán las oportunidades de conductas oportunistas de los

⁴⁵ JENSEN, M. y MECKLING, W., “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, en *Journal of Financial economics*, nº 3, 1976, pp. 305 y ss.

⁴⁶ Al respecto, véase, en la doctrina española ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Civitas, Madrid, 1995, pp. 21 y ss.

contratantes situados en posiciones ventajosas. La separación de la administración y la propiedad de los bienes en las sociedades de capital implicaría, indudablemente, una relación de agencia, y la cuestión en ella suscitada de cómo hacer para que los administradores actúen en beneficio de la sociedad sería común a todas las relaciones de agencia⁴⁷.

Respecto a la naturaleza económica de la empresa, JENSEN y MECKLING coinciden con las críticas que ALCHIAN y DEMSETZ hacen al planteamiento de COASE pero advierten que no fueron los suficientemente lejos en su refutación⁴⁸. Ciertamente, “simpatizan” con las ideas planteadas por dichos autores pero consideran excesivo el énfasis que hacen en el concepto “*joint input production*” (producción en equipo) como elemento clave de la empresa, al que consideran demasiado estrecho y, por tanto, inexacto. Para JENSEN y MECKLING las “relaciones contractuales” (la red de contratos) serían la verdadera esencia de la empresa. No sólo aquellas que relacionan al “nexo” con los trabajadores o con los demás *inputs* controlados y coordinados por el agente central (el empresario), sino cada una de las relaciones contractuales entre todos los que participan directa o indirectamente en la empresa (proveedores, clientes, acreedores, etc.)⁴⁹, en la medida en que con todos ellos se plantearía el problema del “coste de agencia”. El concepto de *joint production*, en cambio, sólo explicaría, para estos autores, una fracción pequeña de la conducta de los diferentes sujetos vinculados a la empresa.

JENSEN y MECKLING sostienen que las organizaciones constituirían simplemente ficciones legales (“*artificial construct under the Law which allows certain organizations to be treated as individuals*”) creadas para facilitar la coordinación de relaciones contractuales. Entonces, la empresa (y, en cuanto estos autores no parecen distinguir los conceptos, la sociedad de capital) sería simplemente una forma de ficción legal que serviría como elemento coordinador de las diversas relaciones contractuales entre los

⁴⁷ JENSEN, M. y MECKLING, W., “Theory of the firm...”, cit., p. 309.

⁴⁸ Cfr.: EISENBERG, M., “The conception that the corporation is a nexus of contracts...”, cit., p. 822.

⁴⁹ Una síntesis de las ideas de JENSEN y MECKLING en torno a la empresa puede encontrarse en LLEBOT MAJÓ, J.O., “Doctrina y teoría de la empresa...”, cit., pp. 360 y ss.

distintos *stakeholders* que forman parte de ella, que, por lo demás, se caracterizaría por habilitar la posibilidad de establecer *residual claims* (beneficiarios residuales) divisibles sobre los bienes y el *cash flow* de la organización creada, susceptibles de libre enajenación sin el permiso necesario de los demás contratantes⁵⁰.

Siguiendo la línea de razonamiento propuesta, afirman que no tendría sentido (como proponía COASE y, matizadamente, ALCHIAN y DEMSETZ) distinguir las transacciones que estarían dentro de las que estarían fuera de la empresa. En realidad, sólo habría una “multitud” compleja de relaciones entre los propietarios del trabajo, de la materia prima, del capital, de los consumidores de los *outputs*, etc. En el mismo sentido, sostienen que la personalización implícita de la empresa -y de la sociedad- en cuestiones recurrentemente planteadas como la de cuál debe ser el objetivo de la empresa o si la empresa tiene responsabilidad social, serían claramente equivocadas, en la medida en que, en rigor, no podría hablarse del interés de una ficción legal.

En definitiva, para JENSEN y MECKLING la empresa sería simplemente una invención legal utilizada como centro (*focus*) de un proceso complejo en el que los intereses en conflicto de diferentes individuos se equilibrarían en el marco de una serie de relaciones contractuales. En este sentido, entienden que la forma de operar de la empresa sería similar a la del mercado. Sin embargo, advierten que llamativamente, mientras no sería frecuente la tendencia a personalizar a los mercados⁵¹, la institucionalización de las empresas constituiría un lugar común.

Seguidamente, los mencionados autores explican que, sin perjuicio de que la gran sociedad de capital cotizada constituiría un invento social ciertamente peligroso (*awesome*) por el que millones de personas confiarían sus ahorros a unos *managers* sobre la base de una mera compleja red de

⁵⁰ JENSEN, M. y MECKLING, W., “Theory of the firm...”, cit., p. 311.

⁵¹ Actualmente, sin embargo, parece descubrirse cierta tendencia a la personalización de los mismos, fundamentalmente, cuando algunos autores y medios de comunicación, al explicar las causas de la crisis económica, hablan de la conducta de los mercados como si fueran sujetos independientes.

contratos que delinearía los derechos de cada uno de los sujetos involucrados, el exitoso desarrollo de los mercados de capitales habría demostrado que los inversores, en general, no han sido decepcionados con los resultados, aun considerando los significativos costes de agencia inherentes a la forma corporativa, costes tan reales como los demás en los que incurre la empresa⁵². El nivel de los costes de agencia, según ellos, dependería de la capacidad de las leyes, del *Common Law* (la jurisprudencia) y de las personas que diseñan los diferentes contratos. La reducción de los mismos sería el producto de un proceso histórico evolutivo caracterizado por fuertes incentivos dirigidos a lograr dicha reducción. En dicho proceso, sentencian JENSEN y MECKLING, podrían haberse presentado –y de hecho así habría sido- formas de organización alternativas y, sin embargo, la sociedad de capital (la *corporation*), tal como se la concibe en la actualidad, habría sobrevivido al “*test del mercado*”, predominando frente a sus “competidoras”, demostrando que sería la forma de organización más eficiente (la que mejor minimiza los costes de agencia).

En efecto, la denominada “teoría de la agencia”, promocionada por los discípulos de JENSEN y MECKLING, busca diseñar los mecanismos de organización e incentivos adecuados para reducir al mínimo los costes de agencia derivados de la diversidad de intereses presentes en la empresa. Desde su perspectiva, entonces, la organización estructural de la empresa debería determinarse en función de la reducción de tales costes. En este sentido, se explica que en la medida en que el grupo de capitalistas gozaría, como se explicó anteriormente, de los incentivos naturales adecuados, resultaría económicamente eficiente atribuirle el poder de decisión y de control de la empresa, en cuanto se vería inclinado –sin necesidad de introducir incentivos- a vigilar la actuación de los demás grupos que participan en la empresa, evitándose, de este modo, significativos costes de agencia.

⁵² JENSEN, M. y MECKLING, W., “Theory of the firm...”, cit., p. 357.

2.1.4. *EASTERBROOK y FISCHEL: Implicaciones jurídicas de la teoría contractual-económica*

Desde el punto de vista jurídico, la teoría económica-contractual de la empresa y de la preeminencia del grupo que aporta el capital (la sociedad), como titular de la misma, goza en el ámbito norteamericano de representación en destacados juristas como Frank EASTERBROOK y Daniel FISCHEL⁵³. Afirman estos autores que la dinámica del mercado conduciría a los administradores de las empresas a actuar en interés de los accionistas, *as if they had investors' interest at heart*⁵⁴. Conciben a la empresa, siguiendo a Adam SMITH, como un agregado de personas por un período prolongado de tiempo, dirigido al trabajo en equipo (siguiendo la posición de ALCHIAN y DEMSETZ) y al aprovechamiento eficiente de la especialización de cada una. Por su parte, la sociedad de capital sería, simplemente, un instrumento de financiación de la empresa (*financing device*). Los accionistas que la integran asumirían el riesgo de la empresa al financiarla (*"risk bearers"*) y a cambio recibirían el beneficio marginal (*"residual claim"*), esto es, se les pagaría una vez cumplidas las obligaciones con todos los demás participantes en la empresa, quienes gozarían, en cambio, de pretensiones fijas (*"fixed claims"*).

Para EASTERBROOK y FISCHEL, la atribución del riesgo residual a un grupo de interés específico sería una forma más de "división del trabajo" (especialización). Dicha "división del trabajo" haría menos arriesgado todo el proyecto, y como consecuencia, lo haría también más eficiente⁵⁵. La

⁵³ Véase: EASTERBROOK, F. y FISCHEL, D., "The corporate contract", en *Columbia L. Rev.*, 1989, pp. 1416 y ss., luego publicado como capítulo primero del libro *The economic structure of corporate Law*, Harvard University Press, London, 1991.

Resulta destacable también la aportación, en el mismo sentido de BUTLER, H. y RIBSTEIN, L., "Opting out of fiduciary duties: a response to the anticontractarians", en *Washington L. Rev.*, vol. 65, 1990, p. 7, quienes definen a la *corporation* como un conjunto de contratos (*set of contracts*) entre los participantes en el negocio societario, incluyendo a los accionistas, managers, acreedores, empleados, etc. Ciertamente incluyen en el concepto de sociedad a todos los *stakeholders* pero advierten que el debate se centraría en la relación accionistas-managers.

⁵⁴ EASTERBROOK, F. y FISCHEL, D., *The economic structure of corporate Law*, cit., p. 4.

⁵⁵ *Ibidem*, pp. 8 y ss.

reducción del riesgo, al ser asumido por los accionistas (capaces de diversificarlo invirtiendo en varias empresas) implicaría la reducción de costes de transacción de los diferentes contratos que conforman la empresa.

La asignación de los derechos de gobierno en la empresa debería realizarse, según EASTERBROOK y FISCHER, de acuerdo al criterio de eficiencia, determinado por la capacidad de reducción de costes de agencia y transacción de las diferentes formas de organización estructural. Su tesis principal sería, en efecto, que el derecho de sociedades debería contener las soluciones que las diferentes participantes de la sociedad hubiesen establecido para reducir al mínimo tales costes (voluntad hipotética de las partes)⁵⁶. En la medida en que, de acuerdo a lo señalado por JENSEN y MECKLING, la atribución del poder al capital reduciría los costes totales de la empresa, el derecho debería así establecerlo⁵⁷. Según EASTERBROOK y FISCHER, la legislación incluso debería asignar los derechos mediante normas que contengan la solución hipotética a la que habrían llegado contratantes racionales, motivados por el único objetivo de maximizar su utilidad⁵⁸.

2.2. La noción jurídico-dogmática de sociedad de capital y su vinculación con el concepto de empresa

En el ámbito jurídico-dogmático⁵⁹, el concepto de empresa ha pasado a constituirse, desde hace tiempo, en el eje central en torno al cual gira la problemática que pretende describir y regular el Derecho mercantil⁶⁰ y las

⁵⁶ *Ibíd.*, pp. 14-15.

⁵⁷ Al respecto, véase también COFFEE, J., "Shareholders versus managers: the strain in corporate web", en *Michigan L. Rev.*, vol. 85, 1986-1987, pp. 81 y ss.; BUTLER, H., "The contractual theory of the corporation", en *George Mason U. L. Rev.*, vol. 11, 1989, pp. 99 y ss.

⁵⁸ Así describe la posición de estos autores GONDRA ROMERO, J.M., "La teoría contractual de la sociedad anónima: una aproximación a sus fundamentos teórico-económicos", en *RDM*, n° 278, 2010, p. 1196.

⁵⁹ Se considerará "jurídico-dogmática" a la perspectiva jurídica basada en el criterio tradicional de justicia y bien común, por oposición a la perspectiva económico-contractual, promovida por la escuela del análisis económico del derecho, basada en el criterio de eficiencia económica.

⁶⁰ Cfr.: SCHMIDT, K., *Derecho comercial*, cit., p. 70.

sociedades mercantiles como instrumentos dirigidos a favorecer el dinamismo de la actividad empresarial⁶¹. Sin embargo, al abordar la cuestión de la vinculación de este concepto con el de sociedad de capital, habría optado por tomar como punto de partida del análisis, la naturaleza jurídica de la sociedad de capital para luego señalar su relación con la empresa, decisión en cierto modo razonable, considerando el diferente grado de atención que los juristas clásicos habían dedicado anteriormente a uno y otro concepto. Correspondería pues, en primer lugar, señalar qué se ha entendido por sociedad mercantil de capital y, en segundo lugar, por empresa, a la luz de la noción previamente establecida de sociedad.

2.2.1. *La sociedad como “contrato-organización” empresarial*

Como se señalaba anteriormente, respecto de la naturaleza jurídica de las sociedades mercantiles, tradicionalmente se han enfrentado dos perspectivas contrapuestas: el paradigma contractual⁶² y el paradigma institucional⁶³. Simplificando al extremo -en la medida en que dichos paradigmas serán analizados en apartados posteriores del presente trabajo-, el primero se caracterizaría por concebir a la sociedad de capital como un contrato entre una pluralidad de sujetos que aportan capital financiero para la realización de una actividad económica, mientras el segundo, consideraría a la sociedad como una entidad separada e independiente de los sujetos que la constituyen, con un interés propio y superior o como centro de

⁶¹ Cfr.: PÉREZ CARRILLO, E., “Simplificación en la organización y funcionamiento de los órganos sociales: junta general de socios y consejo de administración”, en (Dir.) HIERRO ANIBARRO, S., *Simplificar el derecho de sociedades*, Marcial Pons, Madrid, 2010, p. 350.

⁶² Actualmente, en general, sostenido por los juristas vinculados al análisis económico del Derecho, en los términos anteriormente reseñados (en particular, Frank EASTERBROOK y Daniel FISCHER). En España, destacan especialmente en esta línea de interpretación, fundamentalmente en lo que se refiere al concepto de interés social que luego se desarrollará, autores como Cándido PAZ-ARES, Jesús ALFARO ÁGUILA-REAL, José Oriol LLEBOT MAJÓ y Pedro PORTELLANO DÍEZ.

⁶³ Representantes clásicos de esta perspectiva son Walter RATHENAU, E. Merrick DODD, Thomas RAISER y, más modernamente, R. Edward FREEMAN y Kent GREENFIELD. En España, podrían considerarse cercanos a esta noción, al menos en lo que se refiere al concepto de interés social, entre otros, autores como Gaudencio ESTEBAN VELASCO, José Miguel EMBID IRUJO, Ignacio ARROYO MARTÍNEZ y Alberto ALONSO UREBA.

organización de diversos intereses⁶⁴. Pues bien, frente a dichas nociones de sociedad, aparecería una tercera perspectiva, integradora de las anteriores, que concibe a la sociedad como “contrato de organización”⁶⁵ –posición, por cierto, sustentada por la doctrina española mayoritaria⁶⁶–, es decir, como un contrato que pondría en marcha una organización –una institución– con un objetivo (fin social) propio e independiente, definido en el contrato originario.

Esta noción resulta, por lo demás, compatible con la definición generalmente aceptada de sociedad como “asociación voluntaria dirigida a la consecución de una finalidad común mediante la contribución de todos sus miembros”⁶⁷ que, ciertamente, considera al “fin común” un elemento central del concepto –*la causa societatis*–. Dicho “fin común”, se ha explicado, debería entenderse, en realidad, como “fin medio”, en la medida en que cada socio tendería a perseguir su interés particular, siendo “común” solamente que todos los socios buscan satisfacerlo a través del fin social

⁶⁴ Sobre la evolución de las teorías en torno a la naturaleza jurídica de la sociedad véase: FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en derecho de sociedades*, cit., pp. 268 y ss., quien reconoce las dificultades para insertar a la sociedad en la categoría de los negocios jurídicos. Sin embargo, admite la naturaleza contractual de las sociedades en su aspecto jurídico-negocial y propone, al mismo tiempo, el mantenimiento del paradigma funcional societario. En la sociedad concurrirían elementos obligacionales y estructurales u organizativos.

⁶⁵ Véase: WÜRDINGER, H., *Gesellschaften. I: Recht der Personalgesellschaften*, Hamburgo, 1937, pp. 39 y ss., a quien se atribuye la autoría de esta noción jurídica de sociedad; FERRO-LUZZI, P., *I contratti associativi*, Giuffrè, Milano, 1971, pp. 295 y ss., quien considera que la esencia del contrato de sociedad consiste en su carácter organizador de la actividad prevista por el objeto social; en EEUU, destaca especialmente la adhesión a esta teoría por parte de EISENBERG, M., “The conception that the corporation is a nexus of contracts...”, cit., pp. 819 y ss.; en España, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en derecho de sociedades*, cit., pp. 280 y ss.

⁶⁶ Véase: GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades*, tomo I, Artes Gráficas Benzal, Madrid, 1976, pp. 127 y ss., quien expone un completo análisis de la cuestión siguiendo, en esencia, a WÜRDINGER en sus conclusiones, ideas que mantiene posteriormente GIRÓN TENA J., “Las reformas varias, pendientes y andantes de la sociedad andantes, de la sociedad anónima en España”, en *La Ley*, 1989, nº 1, pp. 923 y ss.; GARRIGUES, J., *Nuevos hechos, nuevo Derecho de Sociedades Anónimas* (1933), Civitas, Madrid, 1998, pp. 29-30.

⁶⁷ Véase: PAZ-ARES, C., “La sociedad en general: Caracterización del contrato de sociedad”, en (Dir.) URÍA, R. y MENÉNDEZ, A., *Curso de Derecho Mercantil*, tomo I, Civitas, Madrid, 2006, pp. 469 y ss.

común⁶⁸. A su vez, este fin común debería ser concebido en su doble dimensión: fin común formal (fin último) y fin común material (el objeto social)⁶⁹. El objeto social sería la actividad (la empresa) a ser desarrollada en vistas de la consecución del fin común formal

Por otra parte, si, para desarrollar su fin común –su objeto social en vistas a la consecución de su fin último–, la sociedad precisara entablar relaciones con terceros (*ad extra*), le sería *útil* obtener personalidad jurídica para *facilitarlas*⁷⁰. Ahora bien, sin perjuicio de que el carácter institucional de la sociedad se percibiría más claramente en ese aspecto externo de la sociedad, en cuanto persona jurídica independiente mantendría relaciones jurídicas con terceros, dicha característica institucional u organizacional estaría en el origen de la sociedad (sería esencial a ella), como consecuencia del carácter complejo de su fin común, elemento central del concepto de sociedad. Es decir que el contrato de sociedad (aspecto contractual) tendría como consecuencia necesaria la puesta en marcha de una organización (aspecto institucional), necesaria para desarrollar la actividad (la empresa u objeto social) dirigida al logro del fin⁷¹. Por ello, puede considerarse a la sociedad un “contrato de organización”⁷².

⁶⁸ Cfr.: GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades*, cit., pp. 133 y ss.

⁶⁹ Así: PAZ-ARES, C., *Comentario del Código Civil*, tomo II, Ministerio de Justicia, 1991, p. 1322, quien explica que “el primero hace referencia a la estructuración de la racionalidad teleológica de la sociedad, que normalmente posee una dimensión subjetiva: repartir beneficios entre los socios, satisfacer sus necesidades, auxiliarles en el desarrollo de sus empresas, ordenar el disfrute de una cosa común, etc., [...] y siempre tiene una dimensión objetiva: desarrollar una empresa (lucro objetivo), regular el mercado (causa cartelizadora), expandir la cultura, promocionar la fe, etc. El segundo alude a la estructuración de la racionalidad instrumental de la sociedad, y tiene por objeto definir el sector o ramo de actividad que se propone realizar la sociedad permanente o el resultado que se propone realizar la sociedad ocasional”.

⁷⁰ En efecto, advierte PAZ-ARES, C., “La sociedad...”, cit., p. 445, la personalidad jurídica facilitaría “de un lado, la *unificación del grupo* al que se le atribuye capacidad de obrar unitariamente y, de otro, la *separación de su patrimonio*, al que se le atribuye autonomía respecto del patrimonio de los socios”.

⁷¹ Cfr.: GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades*, cit., p. 134. Apunta el autor que la discusión relativa a la caracterización del contrato de sociedad como “plurilateral”, “de colaboración”, “asociativo”, etc., puede resultar indiferente y que lo relevante es la necesidad de una organización para la actividad de la sociedad en la ejecución del fin común. Luego, citando a la doctrina italiana afirma que “objeto, fin y organización son

Desde esta perspectiva, tanto la naturaleza contractual como institucional de la sociedad mantendrían su vigencia en todo momento y, estrechamente vinculadas, influirían en todos los aspectos de la vida societaria. Así, los posibles conflictos internos de la sociedad se resolverían a través de las condiciones explícita o implícitamente previstas en el contrato de sociedad, pero siempre en el marco de la organización creada por el mismo y en el seno de sus órganos societarios, con un fin preestablecido, independiente de los intereses individuales de los socios. Por su parte, las cuestiones *ad extra*, si bien serían resueltas por la sociedad como organización individual, el contrato de sociedad tendría influencia sobre ellas, en cuanto definiría la esencia de la institución y le otorgaría un fin concreto, así como los medios precisos para alcanzarlo.

En otros términos, la sociedad sería, en todo momento y para todos los casos, al mismo tiempo, contrato e institución. Acudiendo a un neologismo, la sociedad podría calificarse como un “*contrato-organización*” para destacar que ambos aspectos son inescindibles y que así han de ser considerados al establecerse las consecuencias de la naturaleza jurídica de la sociedad y su especial vinculación con el concepto de empresa.

2.2.2. *La empresa como desarrollo del “objeto social”*

Una vez considerado el carácter complejo del concepto de sociedad de capital, correspondería analizar su vinculación con el concepto de empresa. Ciertamente, en la definición de la noción jurídico-dogmática de sociedad aparece la empresa como actividad a ser desarrollada por la entidad para alcanzar el fin social⁷³. Ahora bien, corresponde examinar cómo ha llegado

justamente los elementos que asumen relieve causal en el ámbito de las relaciones asociativas y que sirven para caracterizar las relaciones asociativas concretas”.

⁷² Cfr.: EISENBERG, M., “The conception that the corporation is a nexus of contracts...”, cit., p. 820 quien señala que la sociedad de capital tendría un aspecto contractual y un aspecto organizacional (“*bureaucratic hierarchy*”).

⁷³ Cabe destacar, sin embargo, que algunos autores españoles como ESTEBAN VELASCO, G., *El poder de decisión en las sociedades anónimas...*, cit., p. 584, conciben la empresa, no como mera actividad, sino además como centro de organización de intereses diversos, en relación, a un tiempo, de dependencia y conflicto.

la doctrina a dicha noción del concepto y si ella es compatible con la definición contractual anteriormente referida, propuesta por los autores vinculados al análisis económico del derecho.

En el ámbito mercantilista español, es mayoritaria la concepción de la empresa como actividad. En tal sentido, se ha sostenido que la empresa no sería sólo, ni primordialmente un conjunto de bienes, sino, primordialmente, una actividad, para la que el patrimonio destinado a su ejercicio sería solamente un instrumento a su servicio⁷⁴. Se ha afirmado también que sería empresa toda actividad organizada, ejercida por el empresario⁷⁵, que tenga por finalidad la oferta de productos o servicios en el mercado⁷⁶. Sin embargo, también ha gozado de cierto respaldo la concepción compleja de empresa, derivada del punto de vista desarrollado por la ya mencionada doctrina italiana⁷⁷, que la identificaría, al mismo tiempo, con sus diversos perfiles jurídicos. En este sentido, habría un sujeto (el empresario) que a través de un conjunto de bienes (el establecimiento empresarial), desarrollaría una actividad determinada (la empresa)⁷⁸.

Por su parte, otro sector de la doctrina continental europea propuso distinguir los conceptos de interés de la empresa e interés de la sociedad en atención al carácter, en cierto modo, institucional adjudicado al concepto de empresa⁷⁹, pasando luego a discutir acerca de qué interés debía ser

⁷⁴ VALERO AGÚNDEZ, U., *La fundación como forma de empresa*, Valladolid, 1969, p. 163,

⁷⁵ POLO DÍEZ, A., “Empresa y sociedad en el pensamiento de Joaquín Garrigues (Relaciones e interferencias entre ambos conceptos)”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues*, tomo I, Tecnos, Madrid, 1971, pp. 311 y ss.

⁷⁶ PAZ-ARES, C., y ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Un ensayo sobre la libertad de empresa”, en AA.VV., *Estudios en homenaje a Luis Díez-Picazo*, Civitas, Madrid, 2003, p. 5977.

⁷⁷ ASQUINI, A., “Profili dell’impresa”, cit., pp. 1 y ss.

⁷⁸ RUBIO GARCÍA-MINA, J., *Introducción al Derecho mercantil*, cit., pp. 461 y ss.; DE LOS RÍOS SÁNCHEZ, J.M., *Comunidad de bienes y empresa*, cit., p. 93.

⁷⁹ Así, RAISER T., *Das Unternehmen als Organisation*, Karlsruhe, 1969, p. 166 y ss., sostiene que la empresa debe considerarse sujeto de derecho, sin perjuicio de que se le atribuya o no personalidad jurídica. El titular de los créditos no sería el propietario de los bienes sino el negocio mismo, que tendría vida propia independiente del propietario. Sin embargo, como advierte SCHMIDT, K., *Derecho comercial*, cit., pp. 83 y ss., en la práctica esto no sería de tal modo: sólo el propietario es capaz de contratar empleados, endeudarse,

protegido, primordialmente, por los administradores, a la vez de la sociedad y de la empresa⁸⁰. Así, entre quienes concibieron a la empresa como una entidad independiente y separada, con interés propio, algunos encontraron en el desarrollo de la empresa el logro de su fin (concepción material)⁸¹, mientras otros lo encontraron en el equilibrio de intereses afectados por ella (concepción formal)⁸². Desde la perspectiva compleja del concepto de sociedad, sin embargo, esta posición no sería más que una consecuencia de la visión institucional reduccionista del concepto de sociedad, anteriormente descrita. El administrador, lo sería sólo de la sociedad, en su doble aspecto, contractual e institucional, siendo la empresa la actividad desarrollada por la sociedad para alcanzar su fin.

El empresario, señala SCHMIDT sería el titular de la empresa, quien, según la tradicional definición ofrecida por RAISCH, “en forma independiente y mediante una unidad económica organizada, establecida en forma duradera, ofrece prestaciones con valor económico a otros participantes del mercado”. La empresa, en cambio, (recogiendo las ideas aportadas por GIERKE) sería el “ámbito de actuación conformado por la actividad económica, los bienes y derechos regularmente incorporados y adquiridos, incluyendo las deudas que le correspondan”, la “unidad económica organizada mediante la cual el empresario actúa en el mercado”⁸³. La empresa no sería pues sujeto, sino objeto de derecho; objeto integrado por varios factores (personales y/o materiales) organizados, de forma independiente, utilizados coordinadamente para la realización de una

etc., solo el propietario (el “titular” de la empresa) es sujeto de imputación de derechos y obligaciones.

⁸⁰ Véase: ESTEBAN VELASCO, G., *El poder de decisión en las sociedades anónimas...*, cit., pp. 50 y ss., donde el autor reconoce que se trata de un problema con connotaciones políticas y de filosofía moral de gran complejidad, que no admitirían soluciones simples o seguras que no provoquen debate.

⁸¹ Cfr.: por ejemplo, RITTNER, F., *Zur Verantwortung der Unternehmensleitung nach 76, 1 AktG 1965*, FS Gessler, München, 1971, p. 116.

⁸² Cfr.: RAICH, F., *Zum Begriff des Unternehmensinteresse als Verhaltensmaxime von Vorstand- und Aufsichtsratsmitgliedern*, FS Hefermehl, München, 1976, pp. 348 y ss.; RAISER, T., *Das Unternehmensinteresse*, FSR. Schmidt, Karlsruhe, 1976, pp. 105 y ss.

⁸³ Cfr.: SCHMIDT, K., *Derecho comercial*, cit., pp. 67 y ss.

actividad en el mercado (satisfacción de necesidades ajenas), realizando ofertas para la realización de negocios jurídicos (oportunidades de negocio).

Siendo la empresa un “objeto de derecho” debe necesariamente ser adjudicada a un sujeto al que se denomina empresario. Cada empresa debe tener su titular⁸⁴. El empresario, desde esta perspectiva, sería el sujeto (persona física o jurídica) que, desde el punto de vista económico, toma las decisiones y asume el riesgo de la empresa; el que ejerce la actividad empresarial de forma habitual o profesional a nombre propio (asumiendo las consecuencias de la actividad), con poder de decisión.

En el mismo sentido, la doctrina española mayoritaria ha sostenido que la empresa no puede ser al mismo tiempo objeto y sujeto de derecho⁸⁵ y que, al igual que la persona física, la persona jurídica (sociedad de capital) no puede ser considerada empresa, sino empresaria⁸⁶. En toda empresa, se ha recalcado, existiría un sujeto de derecho (el empresario) al cual le es atribuida la actividad empresarial⁸⁷, lo cual implicaría que, sin perjuicio de su “perfil institucional”, en última instancia, la empresa constituiría un objeto de derecho plural⁸⁸, complejo (bienes, relaciones contractuales, actividades), ordenado a un fin, que le proporcionaría unidad objetiva. En todo caso, la sociedad de capital, por su parte, sería el sujeto de derecho titular de dicho objeto.

⁸⁴ SCHMIDT, K., *Derecho comercial*, cit., p. 92.

⁸⁵ Cfr.: GIRÓN TENA, J., “Sobre las características generales...”, cit., pp. 296 y ss.

⁸⁶ GARRIGUES, J., “Teoría general de las sociedades mercantiles”, en *RDM*, nº 131, 1974, pp. 15 y ss.

⁸⁷ La esencia de la empresa, sostenía BRECHER F., *Das Unternehmen als Rechtsgegenstand*, L. Röhrscheid, Bonn, 1953 –según referencias de GONDRA ROMERO, J.M., “La estructura jurídica de la empresa”, cit., pp. 560 y ss.-, sería la voluntad del sujeto (del empresario) que se vuelve objetiva en la empresa por este organizada. En el mismo sentido, RUBIO GARCÍA-MINA, J., *Introducción al Derecho mercantil*, cit., p. 469, apunta que no cabe referirse a un derecho “de” la empresa o un derecho “a” la empresa, sin sujeto; sino que la empresa, como conjunto de actividades y bienes, tiene que referirse siempre a un sujeto particular.

⁸⁸ Cfr.: GONDRA ROMERO, J.M., “La estructura jurídica de la empresa”, cit., p. 570, quien sostiene que la relación empresario-empresa se fragmentaría en una pluralidad de relaciones jurídicas sobre cada uno de los elementos que componen la empresa.

En el caso de las sociedades mercantiles, la actividad y el patrimonio que conforman la empresa, serían atribuidos a la persona jurídica societaria (empresaria)⁸⁹. En consecuencia, en rigor, no podría hablarse de un “interés de la empresa”, en cuanto no correspondería atribuir interés propio a un objeto de Derecho sin perjuicio de que su desarrollo (al “éxito de la empresa”⁹⁰) constituya, en todo caso, una condición esencial en la definición del contenido del interés de la sociedad⁹¹.

Se ha reconocido, sin embargo, que la relación entre la empresa y su “titular” resulta jurídicamente difícil de definir en la medida en que no implicaría un “tradicional derecho de propiedad”⁹² (el conjunto de factores no sería propiedad del titular, sino que cada factor podría pertenecer a sujetos distintos del titular). Al respecto se ha señalado, mayoritariamente, que la titularidad de la empresa no implicaría un derecho sobre ella, sino “un marco de organización y de actividades”⁹³, lo que coincidiría, en cierto modo con la formulación contractualista propuesta por ALCHIAN y DEMSETZ. En todo caso, actualmente ya no se acepta tan fácilmente que los *shareholders* son los propietarios de la empresa⁹⁴.

⁸⁹ Cfr.: WÜRDINGER, H., *Aktien-und Konzernrecht: eine systematische darstellung*, Karlsruhe: Müller, 1966, pp. 254 y ss.

⁹⁰ Esta formulación es la utilizada, en la doctrina alemana, por HOPT, K., “Derecho y obligaciones de la dirección en relación con la «composición del accionariado»”, en *RDM*, n° 207, 1993, p. 870.

⁹¹ En este sentido, véase: JAEGER, P.G., *L'Interesse Sociale*, Dott. A. Giufré, Milano, 1964, p. 198; GARRIGUES, J., “Teoría general de las sociedades mercantiles”, en *RDM*, n° 131, 1974, p. 15, y, más recientemente, SAEZ GARCÍA DE ALBIZU, J.C., *El objeto social en la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 1990, p. 75, quien viene a afirmar que el objeto social (la empresa) constituye un elemento esencial del interés social.

⁹² SCHMIDT, K., *Derecho comercial*, cit., p. 86.

⁹³ *Ibidem*, p. 87.

⁹⁴ Cfr.: ALCES, K., “Debunking the corporate fiduciary myth”, en *Journal of Corporation Law*, Forthcoming; FSU College of Law, Public Law Research Paper, n° 358, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1352595>, 2009, p. 8; BAIRD, D. y HENDERSON, T., “Other’s people money”, en http://ssrn.com/abstract_id=1017615, 2008, quienes argumentan que todos los inversores son “propietarios” de la sociedad y que, en consecuencia, la sociedad debe ser gestionada en beneficio de todos.

En definitiva, la empresa es considerada una actividad económica (un conjunto de acciones dirigidas a un fin⁹⁵) desarrollada por un empresario (persona física o jurídica) en el mercado, un fenómeno ciertamente económico pero con evidentes repercusiones jurídicas. Esta actividad empresarial constituiría, en el ámbito jurídico societario, el objeto social a ser desarrollado por la persona jurídica para la consecución del fin social.

De lo dicho, sin embargo, no surgiría que quien adopta las decisiones, de forma directa o indirecta, invariablemente debe ser el conjunto de accionistas. Ello debería depender, en rigor y respondiendo al fenómeno económico real (ciertamente incompatible con el modelo legal vigente actualmente en España), del acuerdo libre de los sujetos que se vinculan dinámicamente con la sociedad entendida como contrato-organización⁹⁶. En efecto, aquella solución sería razonable y jurídicamente aceptable si la sociedad fuera meramente un contrato entre los socios (perspectiva contractualista). Sin embargo, partiendo de la naturaleza jurídica compleja de sociedad de capital, no aparecerían obstáculos relevantes para dejar abierta la posibilidad de que otros sujetos (*stakeholders*) negocien libremente su participación en las decisiones societarias.

2.2.3. *Crítica al análisis contractual-económico del fenómeno societario empresarial*

La perspectiva jurídica-contractual del fenómeno societario promocionada por los autores vinculados al análisis económico del Derecho anteriormente descrita, encuentra respuesta en renombrados juristas entre

⁹⁵ VALERO AGÚNDEZ, U., *La fundación como forma de empresa*, cit., pp. 4 y ss.

⁹⁶ Cfr.: MACEY, J., “Fiduciary duties as residual claims: Obligations to shareholders constituences from a theory of the firm perspective”, en *Cornell L. Rev.*, vol. 84, 1999, p. 1267, quien afirma que los beneficios y deberes de cada uno de los participantes de la empresa, del *nexus of contracts*, no pueden ser fijados arbitrariamente por una autoridad, dando preferencia a unos sobre otros. Cada uno merecería recibir exactamente los beneficios derivados de la negociación con la empresa, ni más ni menos. En consecuencia, la teoría que sostiene que, en todo caso, los deberes fiduciarios se deben solamente a los accionistas (*one size fits all*) chocaría frontalmente con la teoría de la empresa como *nexus of contracts*.

los que destacan, en el ámbito norteamericano, Melvin EISENBERG⁹⁷, uno de los más reconocidos especialistas estadounidenses en derecho de sociedades, Robert C. CLARK⁹⁸, decano de la facultad de Derecho de la Universidad de Harvard desde 1989 a 2003 y Víctor BRUDNEY⁹⁹.

EISENBERG explica que la teoría contractual de la empresa resultaría insatisfactoria porque olvida la naturaleza dual -compleja- de la sociedad de capital: contemplaría solamente uno de los aspectos de su naturaleza jurídica (el contractual) y dejaría de lado su aspecto organizacional (“*bureaucratic hierachy*”)¹⁰⁰. En efecto, señala el autor, ALCHIAN y DEMSETZ no tendrían en cuenta la estructura burocrática y jerárquica de la sociedad (esto es, su carácter institucional) y se limitarían a describir solamente el aspecto externo de la organización, no el interno. Además, fallarían en la descripción de la forma en que la organización y la autoridad del empresario afectan la vida de aquellos que forman parte de la estructura jerárquica de la sociedad de capital. No podría comprenderse un aspecto sin el otro. Tal como señalábamos anteriormente, EISENBERG advierte que describir de forma pura la empresa como organización o como conjunto de contratos resulta, en todo caso, incompleto¹⁰¹. En el mismo sentido, BRUDNEY, advierte que la teoría de la empresa como *nexus of contracts* olvida el aspecto interno de las sociedades, su organización vertical y su jerarquía en la organización¹⁰².

⁹⁷ EISENBERG, M., “The conception that the corporation is a nexus of contracts...”, cit., pp. 819 y ss.

⁹⁸ CLARK, R., “Agency costs versus fiduciary duties”, cit., pp. 55 y ss.

⁹⁹ BRUDNEY, V., “Corporate governance, agency costs and the rethoric of contract”, en *Columbia L. Rew.*, vol. 85. 1985, pp. 1403 y ss.

¹⁰⁰ EISENBERG, M., “The conception that the corporation is a nexus of contracts...”, cit., p. 820.

¹⁰¹ *Ibídem*, p. 828-830. Explica EISENBERG que las empresas existen, en parte, cuando el coste de inducir un comportamiento a través de la autoridad dentro de la empresa es menor al coste de inducirlo a través de contratos reales en el mercado. En cierto modo, su posición es semejante a la propuesta por COASE.

¹⁰² Cfr.: BRUDNEY, V., “Corporate governance...”, cit., pp. 1403-1404. Sostiene el autor que la “retórica del contrato” incurriría en dudosas presunciones acerca de las circunstancias de las partes, establecería consecuencias normativas inapropiadas para gobernar las relaciones y serviría a un objetivo ideológico de facilitar la discrecionalidad del *management* en perjuicio de los inversores. Para BRUDNEY, V., *Ibídem*, p. 1411, en

Una cuestión que, según EISENBERG, no resuelve bien la teoría contractual de la empresa es la de la incidencia del Derecho de sociedades. Muchas de las normas societarias serían, en los hechos, de imperativo cumplimiento para la constitución y funcionamiento de la sociedad, situación que podría entrar en conflicto con una noción puramente contractual de la sociedad. Al mismo tiempo, sería innecesaria la estrategia de negar el carácter imperativo de todas las normas de Derecho de sociedades. Nada en la teoría contractual de la empresa requeriría negar la existencia de normas imperativas (*mandatory rules*)¹⁰³; después de todo, los propios contratos se encontrarían regidos por normas imperativas como, por ejemplo, la de la “buena fe”.

El criterio para determinar la presencia de normas imperativas sería, para el autor, la posible creación de efectos adversos en terceras personas (“externalidades negativas”). Tales efectos serían especialmente significativos en el ámbito de las sociedades de capital en las que habría varias partes interesadas (*stakeholders*) afectadas que, sin embargo, no son parte en varios de los contratos que vinculan a la sociedad. Entonces, concluye, para determinar si las normas societarias deben ser o no consideradas imperativas debería hacerse un examen *rule-by-rule*, evaluando si el “*opt out*” (el carácter dispositivo) de cada una podría ocasionar efectos adversos a terceras partes¹⁰⁴.

Otro problema de la teoría contractual de la empresa para EISENBERG, sería que oculta una contradicción lógica en la medida en que, desde su perspectiva, sin perjuicio de que los *shareholders* puedan llegar a no ser considerados titulares de la empresa, en todo caso, el interés social sería mejor logrado orientando la sociedad hacia la maximización del beneficio de los socios. Sin embargo, en rigor, como se apuntaba al comentar la teoría de ALCHIAN y DEMSETZ, desde la óptica de la teoría contractual, la primacía

realidad, los inversores no conocerían efectivamente las condiciones de contratación (si las conocieran, afirma, no contratarían), no negociarían en la práctica.

¹⁰³ EISENBERG, M., “The conception that the corporation is a nexus of contracts...”, cit., p. 823.

¹⁰⁴ *Ibidem*, p. 824.

a priori de los *shareholders* no sería sostenible. La teoría contractual, llevada a sus últimas consecuencias, no debería dar primacía a ningún grupo. Debería coincidir con la doctrina institucionalista que pone a todos los *stakeholders* en pie de igualdad¹⁰⁵.

El aspecto institucional de las sociedades es explicado por EISENBERG señalando que si bien las sociedades estarían constituidas esencialmente por su capital humano, serían algo más que la suma de sus partes: “las personas vienen y se van pero la organización mantiene en la memoria cómo se hacen las cosas en la empresa”. La organización no consistiría sólo en sus bienes, personas y relaciones, sino además en las normas que organizan particularmente esas personas, bienes y relaciones. Algunas de esas reglas serían, efectivamente, contractuales pero muchas otras serían burocráticas y jerárquicas, y mantendrían su vigencia aunque cambiasen las personas y bienes que circunstancialmente forman la empresa en un momento determinado.

La teoría propuesta por JENSEN y MECKLING, además, no fijaría los límites de la sociedad y consideraría –como se explicó anteriormente– que no es relevante definir qué está dentro y fuera de ella. Entonces, explica EISENBERG, según estos autores, en definitiva, no habría empresa alguna (“*then, there is no firm*”)¹⁰⁶. Al final, concluye el autor, la teoría contractual de la empresa sería “la teoría que explica que, en realidad, no habría empresas”.

En la misma línea de argumentación de EISENBERG, se encuentra Robert C. CLARK, quien categóricamente llega a sostener que *a corporation is not a nexus of actual contracts*¹⁰⁷. En las *publicly held corporations* (sociedades cotizadas), sociedades en las que CLARK centra su análisis, los *managers* no serían agentes de los accionistas sino de la sociedad misma¹⁰⁸. En la relación de agencia, explica CLARK, el principal tendría el poder de

¹⁰⁵ *Ibidem*, pp. 825 y ss.

¹⁰⁶ *Ibidem*, pp. 832

¹⁰⁷ Véase: CLARK, R., “Agency Costs versus fiduciary duties”, cit., pp. 59 y ss.

¹⁰⁸ *Ibidem*, p. 56. Sin embargo, aclara que, como fiduciarios, lo serían de la sociedad y de los accionistas

controlar y dirigir la actividad del agente, de fijar el objetivo final y la estrategia general a seguir, características que no aplican a los accionistas, quienes, en la práctica tendrían derecho a muy poco. En efecto, ignorar las restricciones legales de los accionistas para influir en las decisiones sociales habría hecho, indudablemente más asequible a los partidarios de la teoría contractual de la empresa, sostener que los accionistas negociarían y contratarían con los *managers* los términos de su relación, al menos implícitamente. Convenientemente, no se ocuparían de analizar económicamente la situación legal real de la relación accionistas-*managers*, sino una situación ideal inexistente¹⁰⁹.

CLARK, critica además la noción de empresa de JENSEN y MECKLING – como mero conjunto o “multitud” de contratos- así como la de ALCHIAN y DEMSETZ advirtiéndole que, para estos, todas las relaciones en la empresa son contractuales. Si bien para los últimos, existiría un agente central, éste no tendría la calidad de superior en el sentido jerárquico, directivo o disciplinario. La perspectiva contractualista sería, entonces, irreal, inútil y perversa¹¹⁰. Lo esencial en el contrato, se argumenta, sería que las condiciones son establecidas voluntariamente por las partes, situación que, justamente, no se produciría en las relaciones fiduciarias de los administradores, las que serían pre-establecidas legal o jurisprudencialmente. En el mismo sentido, Víctor BRUDNEY apunta que las partes, por diversos motivos (accionariado disperso, ausencia de negociación, largo plazo, falta de información adecuada etc.), no participarían voluntariamente en el negocio como sucede en los contratos (“*volition problem*”)¹¹¹.

¹⁰⁹ *Ibidem*, p. 59.

¹¹⁰ *Ibidem*, p. 60.

¹¹¹ BRUDNEY, V., “Corporate Governance...”, cit., p. 1406 y ss., sostiene que no correspondería calificar a la *corporation* de contractual cuando entre las partes no existiría negociación alguna y, además, los accionistas no tendrían la información suficiente y adecuada para poder consentir los términos en los que se estructura la sociedad.

En sentido contrario, en respuesta a estos argumentos, véase: BUTLER, H. y RIBSTEIN, L., “Opting out of fiduciary duties...”, cit., pp. 13 y ss., quienes destacan el carácter contractual de la adhesión (*the “adhesión analysis”*) y la existencia de problemas de información en todos los tipos de contratos no debiéndose resolver la naturaleza jurídica de las relaciones con base en el nivel de información de la que gozan las partes de las mismas.

En España, por su parte, cabe destacar, a modo de síntesis, la reciente crítica de José María GONDRA ROMERO a los fundamentos teórico-económicos de la teoría contractual de las sociedades de capital¹¹². Explica el jurista español que esta teoría se basaría, en el contexto norteamericano de competencia entre legislaciones estatales por atraer el mayor número de sociedades, en el criterio de “eficiencia” (objetivo considerado primordial de la política legislativa) y en el paralelo desprecio de otros elementos o criterios que tradicionalmente habrían sido pilares de la regulación de la sociedad anónima, tras el esfuerzo intelectual de varias generaciones de juristas, criterio cuyos postulados se darían por supuestos con demasiada facilidad, lo que llevaría a incurrir en simplificaciones de las “cosas o de las ideas”¹¹³.

GONDRA critica severamente la consistencia científica de las teorías económicas¹¹⁴ señalando que la economía constituiría una ciencia social que pretendería aproximarse metodológicamente a las ciencias naturales; que, considerando la discrecionalidad en el comportamiento humano, sólo sería capaz de inferir leyes de tendencia o probabilísticas, modelos simplificados repletos de “cabos sueltos”, y que, sin embargo, pretendería no sólo explicar y predecir, sino también aconsejar respecto de lo que se debe hacer de manera objetiva, libre de cualquier juicio de valor. Para GONDRA, la perspectiva económica estaría impregnada, como todas las demás, de juicios de valor “latentes” (en términos frecuentemente utilizados como “equilibrio” y “eficiencia”), con el agravante de que lo haría ocultamente, pretendiendo *neutralidad*. Advierte que la insistencia de “los economistas” por negarse a discutir racionalmente sobre qué valores debe protegerse, les

¹¹² GONDRA ROMERO, J.M., “La teoría contractual de la sociedad anónima...”, cit., pp. 1171 y ss.

¹¹³ *Ibidem*, pp. 1173 y ss.

¹¹⁴ *Ibidem*, pp. 1197 y ss. Corresponde advertir que el autor generaliza sus críticas a toda la ciencia económica cuando, en realidad, resultarían aplicables solamente a algunos sectores de dicha ciencia, en particular, a la concepción neoclásica. Otras escuelas –ciertamente todavía minoritarias–, como la escuela austriaca de economía, también señalan las falencias de la teoría neoclásica y se basan en postulados más adecuados a la realidad.

habría llevado a ocultar sus juicios de valor en las argumentaciones¹¹⁵, entre los que destaca el de “no intervención del legislador”¹¹⁶.

La objeción más importante a la perspectiva contractual-económica la encuentra GONDRA en la “irrealidad del modelo descriptivo del que parte”¹¹⁷. En efecto, el modelo contractual presumiría escenarios ideales, sin costes de transacción, decisiones siempre racionales y perfectamente informadas, que no ocurren en la realidad¹¹⁸.

Tampoco sería real, para el autor español, el modelo descriptivo de la empresa como “nexo de contratos” o conjunto de contratos, esencialmente semejante al proceso de mercado. En tal sentido, argumenta que en ningún ordenamiento del mundo estarían las sociedades enteramente reguladas por la normativa privada –por el libre mercado- y, por otro lado, desde el punto de vista fáctico, que varias de las relaciones que se entablan en la sociedad no serían meramente contractuales. En definitiva, sentencia, el libre mercado estaría lejos de constituir la solución ideal a los problemas derivados de la discrecionalidad y eficiencia de los administradores¹¹⁹.

2.3. Apreciación crítica: La especial trascendencia del empresario para el desarrollo de la empresa

Ciertamente, las ideas de JENSEN y MECKLING, y de quienes luego las desarrollaron¹²⁰, que terminaron por dominar la perspectiva económica y, en

¹¹⁵ GONDRA ROMERO, J.M., “La teoría contractual de la sociedad anónima...”, cit., p. 1210.

¹¹⁶ Considerando la “eficiencia espontánea” del libre mercado, la imposición de normas no derivadas del propio mercado, en todo caso, conduciría a resultados menos eficientes.

¹¹⁷ GONDRA ROMERO, J.M., “La teoría contractual de la sociedad anónima...”, cit., pp. 1215 y ss.

¹¹⁸ En este sentido, véase MARTÍNEZ ECHEVERRÍA, M.A., “Hacia una nueva teoría de la empresa”, en *Cuadernos de Empresa y Humanismo*, nº 79, 2000, pp. 5 y ss., quien señala que la teoría de la toma de decisiones con información perfecta da muchos problemas en la medida en que, en realidad, en la empresa habría un alto grado de incertidumbre.

¹¹⁹ GONDRA ROMERO, J.M., “La teoría contractual de la sociedad anónima...”, cit., p. 1229.

¹²⁰ Véase, por ejemplo, FAMA, E., “Agency problems and the theory of the firm”, en *The Journal of Political Economy*, vol. 88, nº 2, 1980, pp. 288 y ss., quien considera, directamente, irrelevante el concepto de “propiedad de la empresa”; CHEUNG, S. N.S., “The

particular, la del análisis económico del Derecho de sociedades¹²¹ tienden a encontrar “innecesaria” la idea de empresario. Simplemente se estaría ante un conjunto complejo de contratos en los que los intereses de quienes forman parte de ellos se encontrarían en el equilibrio dispuesto por la libre contratación. Sin embargo, frente a esta teoría dominante de la noción económica de empresa, habría surgido otra, más reciente y aún minoritaria, que propone rescatar la importancia de la “función empresarial”, en la definición del concepto de empresa¹²².

Esta perspectiva, concibe a la empresa, según la terminología *hayekiana* de las instituciones¹²³, como un “orden planificado”, una organización estructurada con el objetivo de obtener una ganancia¹²⁴, noción diametralmente contraria a la que terminan sosteniendo JENSEN y MECKLING (empresa como una suerte de “orden espontáneo” semejante al del libre mercado¹²⁵). A diferencia de lo que ocurre en el mercado, explica Nicolai FOSS, el proceso de intercambio en la empresa se encontraría subordinado a un propósito empresarial general¹²⁶. En la empresa habría un sujeto con un plan de acción -el empresario-, cuya participación eliminaría toda posibilidad de asimilar la empresa al mecanismo “espontáneo” del mercado.

Contractual Nature of the Firm”, *Journal of Law and Economics*, 26, 1983, pp. 1 a 22, quien afirma que la empresa no es más que un conjunto complejo de contratos en el mercado.

¹²¹ Así lo reconoce EISENBERG, M., “The conception that the corporation is a nexus of contract...”, cit., pp. 819-820.

¹²² Al respecto, por todos, véase el trabajo de FOSS, N. “The theory of the firm: the austrians as precursors and critics of contemporary theory”, en *The Review of Austrian Economics*, Vol.7, n.º. 1, 1994, pp. 31 y ss., quien presenta una síntesis de la teoría económica “evolutiva” de la empresa.

En el mismo sentido, pueden verse las aportaciones de SAUTET, F., *An entrepreneurial theory of the firm*, Routledge, New York, 2000 y de LEWIN, P. y PHELAN, S., “An Austrian theory of the firm”, en *Review of Austrian Economics*, n.º 13, 2000, pp. 59 y ss.

¹²³ Véase: HAYEK, F., *Law, Legislation and Liberty*, vol. 1, *Rules and Order*, University of Chicago Press, Chicago, 1973.

¹²⁴ FOSS, N. “The theory of the firm...”, cit., p. 31.

¹²⁵ JENSEN, M. y MECKLING, W., “Theory of the firm...”, cit., p. 327.

¹²⁶ FOSS, N., “The theory of the firm...”, cit., p. 50.

En consecuencia, más allá de las críticas jurídicas que merecería la teoría contractual neoclásica de la empresa, señaladas anteriormente, los representantes de esta teoría económica “evolutiva” (también denominada “subjetiva” o “competitiva”¹²⁷) de empresa, advierten que la descripción del fenómeno económico empresarial de la teoría contractual –neoclásica– cometería el error básico de presumir en su análisis que todas las empresas son idénticas. En efecto, la descripción que de ellas realizarían los contractualistas sería, explícitamente, lo más anónima posible. Las empresas serían meramente “funciones productivas”, no relacionadas con empresariado alguno, con el objetivo de poder adaptarlas a modelos económicos concretos, cuando la realidad mostraría que la figura del empresario resulta clave en toda empresa exitosa¹²⁸.

Además, para la teoría contractual de la empresa –representada en el paradigmático modelo de JENSEN y MECKLING– todo el conocimiento empresarial se presumiría dado (modelo de “competencia perfecta”) por el sistema de precios¹²⁹. Sin embargo, lo cierto sería que la información no “está dada”, sino en continuo proceso de generación y, en dicho proceso, el empresario jugaría un papel determinante como “descubridor” de las nuevas oportunidades de negocio que el mercado continuamente genera. La teoría evolutiva de la empresa propondría, en efecto, una noción más proactiva del empresario en la medida en que situaría al conocimiento, la innovación y la búsqueda de ventajas competitivas como elementos clave del concepto¹³⁰.

En definitiva, ante la crisis de los conceptos de empresa y empresario ocasionados por el desarrollo de la teoría contractual de la empresa, se rescata el valor de dichos conceptos subrayando la decisiva función del empresario en la economía de mercado. Para lograrlo, se explica *por qué debe haber empresas en una economía de libre mercado* señalando la

¹²⁷ Véase: FOSS, N., “Theories of the firm: contractual and competence perspectives”, en *J. Evol. Econ.*, nº 3, 1993, pp. 132 y ss., donde el autor explica los orígenes y desarrollo de la teoría “competitiva” de la empresa.

¹²⁸ Un ejemplo que explicaría claramente esta afirmación es el caso de las empresas tecnológicas o informáticas, en las que la creatividad del empresario –del factor humano– ha resultado ser clave para el desarrollo exitoso de los proyectos empresariales.

¹²⁹ Cfr.: FOSS, N., “Theories of the firm...”, cit., pp. 141-142.

¹³⁰ *Ibidem*, p. 142.

relevancia de las mismas como centros de evaluación de la información o conocimiento generado en el mercado (*the use of knowledge*)¹³¹, en conexión con la noción de mercado como “proceso evolutivo de descubrimiento”. En función de ello, se destaca la importancia decisiva del concepto de *alertness* empresarial desarrollado por Israel KIRZNER¹³², entendido como capacidad, propia del empresario, que induce a “estar alerta” ante las oportunidades de negocio que continuamente surgen en el mercado (“función empresarial”¹³³).

¹³¹ Sobre la importancia fundamental del conocimiento y la información para el desarrollo del proceso de mercado, véase el destacado trabajo de HAYEK, F., “The use of knowledge in society”, en *The American Economic Review*, vol. 35, nº 4, 1945, pp. 51 y ss.

¹³² KIRZNER, I., “Creativity and/or Alertness...”, cit., pp. 5 y ss.

¹³³ Respecto al concepto de “función empresarial”, véase: HUERTA DE SOTO, J., *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, Unión Editorial, Madrid, 2001, pp. 41 y ss., donde el autor define y caracteriza pormenorizadamente el concepto y HUERTA DE SOTO, J., *La escuela austriaca. Mercado y creatividad empresarial*, Editorial Síntesis S.A., Madrid, 2000, pp. 33 y ss., donde señala, en primer lugar, que la capacidad empresarial de las personas sería lo que les permite modificar sus circunstancias actuales para alcanzar sus fines particulares (subjetivos). En efecto, explica, el término empresa etimológicamente procede del latín “*imprendo*” que significa descubrir, darse cuenta de algo hasta entonces desapercibido. Siempre que se actúa, agrega, se ejercería la función empresarial. En consecuencia, el concepto de “empresa” sería asimilable al concepto de “acción humana”, tal como lo reconoce una de las acepciones del término empresa del diccionario de la Real Academia Española anteriormente transcrita: “acción ardua y dificultosa que valerosamente se comienza”.

Sería empresa toda acción humana emprendedora, todo actuar que consista en buscar, descubrir o crear en el mercado. Un elemento propio de la acción humana (empresa) sería el *plan de acción*, el que puede ser explícito o implícito. De este elemento derivaría la interminable discusión política en torno a quién debe encargarse la planificación de la empresa, si a cada persona o a una autoridad central estatal. La teoría liberal clásica y la escuela austriaca en particular, han sostenido que la planificación central bloquea la capacidad creativa y el proceso de cooperación social que surgiría de dicha creatividad personal y, por otro lado, que la planificación estatal será siempre, desde el origen, incapaz de cumplir adecuadamente con su cometido por la falta de información en continuo proceso de creación, en el mercado, respecto de las necesidades y preferencias de los diferentes agentes que conforman la comunidad social.

A diferencia del modelo neoclásico¹³⁴, se propone elaborar la teoría económica de la empresa sobre la base real de que el mercado “adolece” de *información asimétrica*¹³⁵. Ciertamente, si no existiera dispersión de la información, no habría lo que COASE denominó “costes de transacción” y, en consecuencia, según la propia teoría del Nobel de economía, no habría justificación para la existencia de la empresa. En la práctica, los agentes necesitarían *descubrir* oportunidades -información- para llevar a cabo un proyecto empresarial exitoso¹³⁶. En cambio, la teoría que omite el “proceso de mercado” tendería a desdeñar o, incluso –como en el citado caso de Eugene FAMA- a considerar inútil la figura del empresario¹³⁷.

La empresa sería un “sistema de aprendizaje local” (*local order system*), no global como lo es el orden espontáneo del mercado¹³⁸, que se desarrollaría a través de una organización planificada (aspecto institucional o burocrático). Esta noción dinámica de empresa implicaría una crítica implícita al concepto de empresa aportado por COASE, cuya teoría sería esencialmente estática, además de que no concedería atención alguna a la creatividad empresarial –al mercado como proceso de descubrimiento- y presumiría la existencia de la tecnología, reduciendo el problema a la combinación eficiente de los diversos factores de producción con el objetivo de reducir al mínimo los costes de transacción. Se propondría, en definitiva, completar la teoría de COASE agregando el elemento dinámico al concepto de empresa que constituiría el proceso de aprendizaje.

¹³⁴ Desde la perspectiva neoclásica, en cuanto partiría de situaciones ideales de información y competencia perfecta, todos los resultados de la libre contratación se considerarían eficientes, en equilibrio. Sin embargo, esta teoría no respondería a la realidad económica.

¹³⁵ Véase: MARTÍNEZ ECHEVERRÍA, M.A., “Hacia una nueva teoría de la empresa”, cit., pp. 7-8, quien denomina a esta corriente “institucionalismo cibernético” y la caracteriza por suponer que el agente económico no dispone de una racionalidad completa *a priori* sino que la iría completando con el tiempo y el desarrollo de su proyecto empresarial. Esta noción de empresa exigiría una concepción teleológica de la acción humana, una suerte de evolucionismo.

¹³⁶ Cfr.: FOSS, N., “The theory of the firm...”, cit., pp. 51-52.

¹³⁷ Desde su perspectiva, los servicios del empresario serían inútiles puesto que la red de contratos sería eficiente por sí sola, *ex ante*.

¹³⁸ FOSS, N., “The theory of the firm...”, cit., p. 57.

Véase también: LANGLOIS, R., “The Entrepreneurial Theory of the Firm and the Theory of the Entrepreneurial Firm”, en *Journal of Management Studies*, nº 44, 2007, pp. 1107 y ss.

Desde esta perspectiva, pasaría a resultar esencial la figura del empresario, que antecedería a la empresa –resultado en la realidad práctica de la creatividad y decisiones empresariales-. El empresario no sería contratable en el mercado, sería el sujeto que concibe el plan de acción (el que, habiendo estado “alerta” descubre una oportunidad de negocio hasta el momento no advertida por nadie) y contrata recursos en el mercado –se organiza empresarialmente- para llevar a cabo su proyecto¹³⁹. La ganancia o beneficio empresarial sería la recompensa por haber estado alerta, descubierto y desarrollado la oportunidad de negocio que ofrecía el mercado, mientras que las pérdidas constituirían una consecuencia de la malinterpretación empresarial de las condiciones que ofrece el mercado¹⁴⁰.

¿Cuál sería, entonces, la vinculación entre los conceptos de empresa y sociedad de capital? Pues bien, desde la perspectiva dinámica-evolutiva y de acuerdo a la noción aportada por la dogmática jurídica, la sociedad de capital sería la que ocupa el lugar del empresario, el sujeto de derecho titular de la empresa. La sociedad, concebida como “contrato-organización”, puesta en marcha por un acto jurídico negocial -voluntario- original¹⁴¹ pero luego, dependiendo de cada caso, dinámicamente constituida por una compleja red de contratos (nexo de contratos) en la que participarían diversos *stakeholders*, dirigida a la consecución del fin social, cumpliría la función empresarial anteriormente descrita, de “estar alerta”, descubrir las oportunidades de negocio y llevarlas a cabo (empresarialmente) con el objetivo de lograr su fin de lucro -como sucede en la gran mayoría de los casos- o de cualquier otra naturaleza lícita¹⁴².

¹³⁹ Cfr.: FOSS, N., “The theory of the firm...”, cit., pp. 58 y ss.

¹⁴⁰ Cfr.: KLEIN, P., “Entrepreneurship and corporate governance”, en *The quarterly Journal of austrian economics*, vol. 2, nº 2, 1999, pp. 24-25.

¹⁴¹ La sociedad de capital no requeriría, en rigor, para nacer, de una relación contractual (entre los socios), sino que puede ser el resultado de un negocio jurídico unilateral (un solo capitalista).

¹⁴² Sobre la discusión en torno a la necesidad de fin de lucro en las sociedades de capital, véase, por un lado: GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades*, cit., pp. 25 y ss.; PAZ-ARES, C., “Ánimo de lucro y concepto de sociedad (Breves consideraciones a propósito del artículo 2.2 LAIE)”, en AA.VV., *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea, Estudios en homenaje a José Giron Tena*, Civitas, Madrid 1991, pp. 731 y ss., ARAGÓN REYES, M., “Constitución económica y libertad de empresa”, en AA.VV., *Estudios*

Ahora bien, lo afirmado no significa que necesariamente las concretas decisiones empresariales deban ser adoptadas por los socios (el capital) o que los administradores deban ser designados exclusivamente por los accionistas (como parece establecer preceptivamente el modelo legal español), o que los administradores deban contemplar exclusivamente el interés de los accionistas –cuestión a la que nos referiremos posteriormente-. Tales soluciones obedecerían solamente a la perspectiva contractualista del concepto de sociedad de capital. Desde la perspectiva, contractual-institucional, en cambio, las soluciones a las cuestiones planteadas dependerán no solo del aspecto contractual original (el contrato de sociedad en sentido estricto) sino de los contratos que sucesivamente entable la sociedad-institución en el desarrollo de su actividad empresarial. Ciertamente, en la mayor parte de los casos, el proceso de negociación – fruto del mayor valor que usualmente se atribuye al capital y de la ausencia de contemplación de criterios de decisión extraeconómicos (éticos)-, llevará a que las decisiones empresariales se adjudiquen, directa o indirectamente, a los socios. Sin embargo, ello no impediría que, en ciertas ocasiones, por ejemplo, sea la creatividad empresarial el factor decisivo y más valioso al negociar la titularidad de las decisiones empresariales residuales. Creatividad que, en rigor, por el solo hecho de ser personas, puede ser

jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez, tomo I, Civitas, Madrid, 1996, pp. 172 y ss.; partidarios de la posición que entiende que el lucro no es un elemento esencial del concepto de sociedad; y por otro: SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La acción y los derechos del accionista”, en (Dir.) URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA, M., *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, tomo IV, vol. 1º, Civitas, Madrid, 1994, pp. 114 y ss. y MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., “Sociedad anónima y fin de lucro”, en AA.VV., *Estudios jurídicos sobre la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 1995, p. 41 y ss., partidarios de la tesis contraria, basada principalmente en lo dispuesto por el derecho positivo español (arts. 1665 CC, 116 CCom y 3 LSA –actualmente arts. 2 y 3.1 LSC-).

Desde el punto de vista de la teoría evolutiva de la empresa, coincidiendo con la posición de PAZ-ARES, véase HUERTA DE SOTO, J., “Los errores del socialismo”, conferencia del autor que puede encontrarse publicada en la web: http://www.jesushuertadesoto.com/pdf_conferencia/conferenciaceu.pdf, quien para explicar su posición cita a la Madre Teresa de Calcuta como ejemplo de empresaria exitosa en el sentido de que logró su fin empresarial (ayudar a los más necesitados) –que obviamente no era de lucro- utilizando de manera creativa los medios que tenía a su disposición.

aportada por cualquiera de los sujetos que participan en la empresa societaria.

En este contexto, aparece el administrador de la sociedad (contractual-institucional), a quien se le atribuye la función de actuar en defensa del interés social (art. 226 LSC) y una serie de deberes fiduciarios generales y específicos, tema central del presente trabajo. En efecto, en la figura del administrador –como gestor y representante de la sociedad- debe hallarse la difícil y delicada conexión y armonización de los aspectos contractual e institucional (empresarial) de la sociedad de capital.

3. LA FIGURA DEL ADMINISTRADOR: ENTRE LA SOCIEDAD Y LA EMPRESA

3.1. La naturaleza jurídica del administrador societario

Sin perjuicio de que en apartados posteriores del presente trabajo se analizará con mayor profundidad la posición jurídica fiduciaria del administrador en la sociedad de capital, con carácter previo resulta conveniente referirse a su particular situación jurídica, en función de la naturaleza compleja del concepto de sociedad de capital y su especial relación con la noción de empresa anteriormente descrita, a los efectos de situar la figura del administrador dentro del trípede conceptual (sociedad-empresa-administrador) sobre el que se asentará la investigación.

Se ha señalado que la función específica del administrador sería la realización de toda la actividad necesaria para alcanzar el objeto social¹⁴³, regulada, al mismo tiempo, por normas legales, contractuales, estatutarias y normas con “contenidos debidos no tipificados” (los deberes fiduciarios) que implicarían la aplicación de todos los medios ordenados al interés social para desarrollar el objeto de la sociedad¹⁴⁴.

En síntesis, de acuerdo a las diversas funciones adjudicadas a la personalidad jurídica de las sociedades mercantiles, las teorías clásicas en torno a la naturaleza jurídica de la “relación de administración” pueden agruparse en i) contractuales (sostenida por los partidarios de la teoría de la ficción de la personalidad jurídica de las sociedades) y ii) orgánicas (defendida por los partidarios de la teoría de la realidad de las personas jurídicas)¹⁴⁵.

¹⁴³ Cfr.: LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 1996, p. 42; ALCALÁ DÍAZ, M.A., *La impugnación de los acuerdos del Consejo de administración de sociedades anónimas*, Civitas, Madrid, 1998, pp. 190 y ss.

¹⁴⁴ PÉREZ CARRILLO, E., *La administración de la Sociedad Anónima. Obligaciones, responsabilidad y aseguramiento*, Marcial Pons, Madrid, 1999, p. 48.

¹⁴⁵ Véase: MORILLAS JARILLO, M.J., *Las normas de conducta de los administradores de las sociedades de capital*, La Ley, Madrid, 2002, pp. 71 y ss., quien expone un comentario de la más destacada doctrina comparada en torno a la cuestión.

3.1.1. Teoría contractual

La perspectiva contractualista, desde la convicción de que la sociedad es una mera “ficción jurídica”, ha tradicionalmente concebido la relación de administración como una relación contractual más del conjunto que conformaría la sociedad-empresa, distinguiéndose las distintas posturas o teorías contractuales en la concreta configuración del contrato de administración dentro de los contratos de gestión (mandato, representación, factor, etc.) en los que los administradores devendrían “gestores” de intereses ajenos, cuya actuación estaría delimitada por la delegación expresa de los socios¹⁴⁶ o dentro de los contratos de arrendamiento de servicios, de obra, o contrato de empleo¹⁴⁷.

La perspectiva contractualista de la relación administrador-sociedad ha destacado significativamente en el ámbito anglosajón¹⁴⁸, donde se la ha asemejado –como oportunamente se verá - a las figuras del agente y del fiduciario (*trustee*), aunque la evolución de su doctrina y jurisprudencia han llevado a distinguir la posición del administrador de los tradicionales contratos de agencia y *trust*.

3.1.2. Teoría orgánica

La perspectiva orgánica, por su parte, en el entendido de que la sociedad constituiría una persona asimilable, en todos sus términos, a la persona física, ha considerado a la administración una parte esencial de la sociedad a través de la cual ésta actuaría en el mercado¹⁴⁹. En este sentido, no existiría vínculo contractual alguno entre la sociedad y su

¹⁴⁶ Cfr.: RIPERT, G. y ROBLOT, R.: *Traité de Droit Commercial* (15a edición), tomo 1, Libraire Générale de Droit et de Jurisprudence, París, 1993, p. 951.

¹⁴⁷ Véase: MORILLAS JARILLO, M.J., *Las normas de conducta de los administradores...*, cit., p. 90 y ss.

¹⁴⁸ Véase, por ejemplo, el trabajo de BAINBRIDGE, S., “The board of Directors as nexus of contracts”, en *Iowa L. Rev.*, nº 88, 2002, pp. 1 y ss.

¹⁴⁹ Respecto de las diferentes teorías orgánicas de la administración societaria, véase: LÓPEZ DE MEDRANO, F., *La separación de los administradores de la sociedad anónima*, Bosch, Barcelona, 1986, pp. 784 y ss.

administración¹⁵⁰, la que sería simplemente parte de aquella, como sucede, analógicamente, con el cuerpo humano y sus órganos¹⁵¹. La sociedad no actuaría por medio de representantes sino “a través” de sus propios órganos¹⁵², lo que determinaría que sus actos no se derivarían de una relación contractual sino que serían acciones “corporativas puramente societarias”¹⁵³. Por lo demás, la relación sociedad-administrador estaría determinada por la ley y los estatutos sociales. Los poderes y deberes del administrador no se derivarían de ninguna otra relación contractual más que de los estatutos originales de la sociedad¹⁵⁴.

La perspectiva orgánica, así entendida, llegó a ser aceptada, a partir de las primeras décadas del siglo XX, por la doctrina española especializada¹⁵⁵,

¹⁵⁰ Véase la crítica a la teoría contractualista expuesta por DÍAZ ECHEGARAY, J.L., *Deberes y responsabilidades de los administradores de las sociedades de capital*, Thomson-Aranzadi, Pamplona, 2004, pp. 78 y ss., donde se recuerda el argumento basado en que no podría haber mandato allí donde no concurre la posibilidad de su no existencia.

¹⁵¹ Véase la descripción de la teoría expuesta por MORILLAS JARILLO, M.J., *Las normas de conducta de los administradores...*, cit., pp. 111 y ss. En Italia, se han destacado especialmente como defensa de la teoría orgánica, las ideas de FRÉ, G., “Il rapporto fra l'organo amministratore delle società anonime e la società”, en *Riv. Dir. Comm.* 1938, pp. 405 y ss.

¹⁵² Cfr.: IGLESIAS DE LA PRADA, J.L., *Administración y delegación de facultades en la Sociedad Anónima*, Tecnos, Madrid, 1971, p. 104.

¹⁵³ SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, Thomson, Navarra, 2007, p. 101 y ss., quien explica que, en efecto, la relación contractual se encontraría regida por la Ley y los estatutos, no por un contrato bilateral sociedad-administración.

¹⁵⁴ Véase: GALGANO, F., *Diritto Commerciale. Le società: contratto di società, società di persone, società per azioni, altre società di capital, società cooperative*, Zanichelli, Bolonia, 2006, p. 311 y ss. donde se argumenta en favor de esta posición y se advierte que no debe confundirse la aceptación del cargo de administrador con la creación de una relación contractual diversa a la del contrato de sociedad.

¹⁵⁵ Véase: GARRIGUES, J., *Curso...*, cit., p. 180, quien afirma que la designación del administrador no implica un mandato ni la suscripción de ningún otro contrato; SÁNCHEZ CALERO, F., SÁNCHEZ CALERO, F., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, tomo IV, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, 1994, p. 118, quien califica a la relación de “orgánica especial”; DIEZ PICAZO, L. *La representación en Derecho privado*, Civitas, Madrid, 1992, p. 72, que se refiere a los administradores como “representantes orgánicos”.

así como por la jurisprudencia del Tribunal Supremo¹⁵⁶, lo que llevó a su plasmación en la legislación societaria española. En efecto, en España, el desarrollo de la noción de administración social se produjo en el marco de la evolución del pensamiento relativo a las personas jurídicas societarias¹⁵⁷. Así, las primeras normas (arts. 122 y 156 CCom 1885) asemejaban, con especialidades mínimas, la administración al contrato de mandato¹⁵⁸, concepción que no se puso en discusión hasta los últimos años del siglo XIX. Como consecuencia del debate jurídico posteriormente planteado, la LSA 1951 terminó inclinándose por la noción orgánica del administrador de sociedades (mantenida luego en la LSA 1989). De este modo, la legislación habría abandonado el estándar de conducta del “buen padre de familia” aplicado a los administradores hasta entonces, propio de las relaciones contractuales como el mandato, pasando a exigir el estándar, más exigente, del “ordenado empresario y representante leal” (art. 127 LSA 1989).

3.1.3. Teoría compleja o mixta

Sin embargo, con el tiempo, las perspectivas rigurosamente orgánicas habrían ingresado también en un proceso de superación¹⁵⁹ o

¹⁵⁶ Véase: STS de 29 de noviembre de 1969 (R.A. 5833).

¹⁵⁷ PÉREZ CARRILLO, E., *La administración de la Sociedad Anónima...*, cit., p. 30 y ss.

¹⁵⁸ Sin perjuicio de la evolución legislativa, la teoría que asemeja la relación del administrador al contrato de mandato ha sido defendida recientemente por PAZ-ARES, C., “Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo”, en *InDret*, nº 4/2010, p. 15, de acuerdo al régimen legal vigente. En efecto, el administrador puede ser revocado del cargo en cualquier momento por la junta (art. 223 LSC) del mismo modo en que el mandatario puede serlo por el mandante (art. 1733 CC), y, por otro lado, el administrador debe ajustarse al mandato de la junta (art. 161 LSC) al igual que el mandatario debe ajustarse a las instrucciones del mandante. La diferencia estaría en la naturaleza colectiva del mandato al que se somete al administrador para llevar a cabo un objetivo indivisible. Como consecuencia de ello, una vez designado, no puede ser revocado o estar sometido a la instrucción de una fracción –algunos socios-, sino por la actuación conjunta de todos, según las reglas que se hubieran preestablecido.

¹⁵⁹ Cfr.: PAZ-ARES, C., “Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo”, cit., p. 15, quien la considera completamente superada; IGLESIAS DE LA PRADA, J.L., *Administración y delegación de facultades...*, cit., pp. 69 y ss., quien explica que la teoría orgánica explicaría la estructura de la sociedad pero no su existencia real y afirma que resulta compatible la relación orgánica y la relación contractual; DE LA CUESTA RUTE, J.M., “Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación”, en *RDBB*, nº 94,

complementación, pasando a ser sustituidas por teorías “mixtas” que califican al administrador como un “ente orgánico y contractual”¹⁶⁰, atendiendo al doble aspecto que caracteriza la posición jurídica del administrador y a la naturaleza compleja del concepto de sociedad de capital (contrato-organización).

En efecto, la distinción entre el órgano y el titular del órgano permitiría la coexistencia del aspecto orgánico y el contractual¹⁶¹. En otro sentido, de la vinculación contractual que da origen a la relación de administración, surgiría la titularidad orgánica que pasa a ostentar el administrador, quien pasaría a ser, en cierto modo, parte de la sociedad¹⁶². Desde esta perspectiva, la administración estaría regida, al mismo tiempo, por un conjunto de normas legales y contractuales y, de presentarse lagunas normativas, debería acudir a las reglas que regulan el mandato y la

2004, p. 103, quien considera que llevar la teoría de la representación orgánica demasiado lejos produce serias distorsiones en el mercado.

¹⁶⁰ Cfr.: PÉREZ CARRILLO, E., *La administración de la Sociedad Anónima...*, cit., p. 35; PAZ-ARES, C., “Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo”, cit., p. 15, quien afirma que dentro de la relación de administración convivirían un aspecto orgánico y un aspecto obligatorio, que podría calificarse de mandato; GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*, Universidad de Valladolid, 1952, p. 335, quien afirma que deben combinarse las ideas procedentes de los supuestos legales del mandato, la representación voluntaria y la representación legal.

¹⁶¹ Cfr.: POLO SÁNCHEZ, E., “Los administradores y el Consejo de administración de la sociedad anónima (artículos 123 a 143 de la Ley de Sociedades Anónimas)”, en (Dir.) URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA, M., *Comentario al Régimen Legal de las sociedades Mercantiles*, tomo VI, Civitas, Madrid, 1992, p. 49; QUIJANO GONZÁLEZ, J., QUIJANO GONZÁLEZ, J., *La responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima. Aspectos sustantivos*, Valladolid, 1989, p. 173; MORILLAS JARILLO, M.J., *Las normas de conducta de los administradores...*, cit., p. 119; ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador de sociedad de capital en sus elementos configuradores*, Cuadernos Civitas, Cizur Menor, 2006, pp. 113-114. Mientras el aspecto orgánico explicaría las competencias y facultades del administrador, el contractual fundamentaría sus derechos y obligaciones concretas;

¹⁶² Se ha advertido, sin embargo, que esta concepción tendría la carencia de conducir al terreno de las relaciones atípicas, lo que llevaría a la indeterminación de la norma aplicable en caso de lagunas normativas de la relación de administración (Cfr.: POLO SÁNCHEZ, E., “Los administradores y el Consejo de administración de la sociedad anónima...”, cit., p. 51).

representación, siempre que resulten compatibles con las específicas características de la relación de administración¹⁶³.

Ciertamente, los administradores se vinculan a la sociedad a través de un contrato de administración (un contrato más dentro del conjunto o red de contratos que hacen posible el desarrollo de la actividad empresarial)¹⁶⁴. Sin embargo, dicho contrato constituiría, al mismo tiempo, el origen de la posición orgánica del administrador, por la que pasaría a ser una “parte” de la sociedad: el órgano al que se le atribuye la representación de la persona jurídica societaria y, por otro lado, la gestión y dirección de la organización (empresa).

En este contexto, al igual que el concepto de sociedad, la posición jurídica del administrador sería también de carácter complejo, a un tiempo, contractual y orgánica-institucional. Como se ha señalado, podría concebirse como una relación jurídica obligatoria mixta “orgánica-obligatoria de administración societaria”¹⁶⁵.

El administrador, estaría sujeto a una relación contractual con la sociedad y, al mismo tiempo, formaría parte del órgano cuya función sería llevar a cabo la empresa (aspecto institucional de la sociedad) societaria, desarrollando toda la actividad y suscribiendo todos los contratos necesarios para la consecución de tal objetivo.

En el ámbito español, el carácter complejo de la relación de administración ha sido explicado en dos sentidos diferentes, ambos

¹⁶³ Cfr.: ESTEBAN VELASCO, G., “La administración de la sociedad de responsabilidad limitada”, en (Coord.) PAZ-ARES., C., *Tratando de la sociedad limitada*, Fundación Cultural del Notariado, Madrid, 1997, p. 746.

¹⁶⁴ En efecto, como ha señalado la reciente sentencia de primera instancia en el proceso judicial en el que se encuentra el club de fútbol Racing de Santander (Sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Santander de 6 de marzo de 2012), “se necesita que los designados como administradores efectivamente acepten el cargo”, lo que pondría en evidencia la naturaleza contractual de la relación.

¹⁶⁵ PÉREZ CARRILLO, E., *La administración de la Sociedad Anónima...*, cit., p. 54.

implicando una suerte de “rescate” de la perspectiva contractualista¹⁶⁶: i) la coexistencia del carácter orgánico con la posible suscripción añadida de un contrato entre el miembro del órgano y la sociedad¹⁶⁷ y ii) la coexistencia necesaria de ambos aspectos¹⁶⁸, lo que llevaría a definir la relación como “contrato de administración”¹⁶⁹, contrato típico especial no asimilable a ninguna de las figuras contractuales tradicionales, sino que tomaría características particulares de varios de ellos¹⁷⁰, coincidiendo con la doctrina jurídica norteamericana a la que posteriormente se hará referencia al describir la relación fiduciaria específica del administrador de sociedades.

En todo caso, como miembros del órgano societario, los actos de los administradores se imputarían a la sociedad (a la institución) y como partes del contrato de administración, serían deudores frente a la sociedad –no frente a los socios directamente- de la actividad de administración contratada. Desde el punto de vista externo, los administradores constituirían un órgano, mientras que desde el interno la relación entre las personas sociedad y administrador sería contractual¹⁷¹, lo que llevaría a una

¹⁶⁶ MORILLAS JARILLO, M.J., *Las normas de conducta de los administradores...*, cit., pp. 120-121.

¹⁶⁷ SÁNCHEZ CALERO, F., SÁNCHEZ CALERO, F., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, cit., pp. 30 y ss.

¹⁶⁸ Se trataría, para RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., *Consejeros Delegados, Comisiones Ejecutivas y Consejos de Administración*, Montecorvo, Madrid, 1971, p. 427, de un contrato atípico; para POLO SÁNCHEZ, E., “Los administradores y el consejo de administración...”, cit., pp. 50 y ss. y DÍAZ ECHEGARAY, J.L., *La responsabilidad civil de los administradores en la sociedad anónima*, Montecorvo, Madrid 1995, pp. 172 y ss., de una relación *sui generis*; para LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit. p. 45, de una relación contractual especial.

¹⁶⁹ Esta formulación se atribuye a MINERVINI, G., *Gli amministratori di società per azioni*, Milán, 1956, p. 71. En España, recoge esta noción, entre otros, ESTEBAN VELASCO, G., “Comentario del artículo 12 de la ley de agrupaciones de interés económico”, en (coord.) PAU PEDRÓN, A., *Comentarios a la ley de agrupaciones de interés económico*, Madrid, Tecnos, 1992 pp. 207 y ss.

¹⁷⁰ Cfr.: GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*, cit., pp. 335 y ss.; IGLESIAS DE LA PRADA, J.L., *Administración y delegación de facultades...*, cit., pp. 112 y ss.; DÍAZ ECHEGARAY, J.L., *La responsabilidad...*, cit. pp. 172 y ss.

¹⁷¹ Cfr.: RUBIO GARCÍA-MINA, J. *Curso de Derecho de sociedades anónimas*, cit., pp. 235 y ss.; BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil*, Madrid, Tecnos, 2010, p. 288 y ss.

situación de “coexistencia pacífica” entre las clásicas teorías orgánica y contractual¹⁷².

La relación administrador-sociedad no sería, entonces, solamente legal (teoría organicista simple) sino también, y fundamentalmente, contractual, en la medida en que, cada sociedad, de acuerdo con sus diferentes intereses, perfiles y circunstancias se organiza y negocia con los diferentes *stakeholders* las condiciones y obligaciones de cada parte.

El administrador, en definitiva, desde su posición contractual-orgánica de representación de los intereses e la sociedad empresaria, constituiría ese *nexo* del que hablaban ALCHIAN y DEMSETZ, con quien cada uno de los *stakeholders* contrata para regular su participación en la sociedad-empresa y quienes al actuar, deben respetar equilibradamente todos los contratos suscritos (desde el contrato social, hasta cada uno de los contratos comerciales y laborales que suscriba en representación de la sociedad, pasando por el particular contrato de administración que los vincula personalmente con la sociedad). El administrador sería, a su vez, el instrumento de enlace de cada uno de los *stakeholders* que participan en la empresa societaria¹⁷³, debiendo velar, en el cumplimiento de sus deberes fiduciarios (derivados de su posición orgánica-contractual), por el interés social, conceptos a los que posteriormente se hará referencia.

3.2. El administrador de sociedades y el *corporate governance*

En el contexto de la discusión en torno a la naturaleza jurídica de la relación administrador-sociedad y sin perjuicio de ella, surge el denominado movimiento de *Corporate Governance* como instrumento dirigido a optimizar la actuación de los administradores en el desarrollo de sus funciones.

¹⁷² Cfr.: MORILLAS JARILLO, M.J., *Las normas de conducta de los administradores...*, cit., p. 129; ESTEBAN VELASCO, G., *Comentarios a la Ley de Agrupaciones...*, p. 208.

¹⁷³ Así son calificados, por ejemplo, por los Reglamentos de los Consejos de Administración de destacadas empresas españolas como INDITEX, art. 5 y Telefónica, art. 37.

Podría afirmarse que el movimiento de buen gobierno corporativo (*corporate governance*) tiene su origen en el ámbito del derecho societario norteamericano en el trabajo de BERLE y MEANS¹⁷⁴, en los primeros años de la década de los '30 del pasado siglo XX, como consecuencia de la creciente preocupación que introdujo, en dicha economía, los periódicos escándalos que protagonizaron los administradores de algunas de sus grandes *public held corporations* (sociedades cotizadas) y las dificultades existentes para prevenir y controlar su actuación perjudicial, propiciada por la separación de la propiedad y el control del capital invertido en la sociedad fuertemente atomizado (situación que originaría el problema de “*rational apathy*”)¹⁷⁵. Sin embargo, el nombre del movimiento (“*corporate governance*”) no es adoptado hasta los primeros años de la década de los '80¹⁷⁶.

El principal objetivo del movimiento fue, desde el inicio, recomendar y/o establecer mecanismos que incentiven la administración de las sociedades de capital en interés de la propia sociedad y no en interés de los *decisionmakers*¹⁷⁷. En términos económicos, su objetivo consistiría en el diseño de mecanismos eficientes que tengan por consecuencia la alineación de los intereses de los agentes (*officers & directors*) y el principal (la *corporation*)¹⁷⁸.

¹⁷⁴ BERLE, A. y MEANS, G., *The modern corporation and private property* (1933), Reprint Edition William S. Hein & Co. Inc., Buffalo, New York, 1982.

¹⁷⁵ En efecto, el problema de la “separación de la propiedad y el control” descrito por BERLE y MEANS ha sido recientemente considerado el problema central del gobierno corporativo por BAINBRIDGE, S., *The new Corporate Governance in theory and practice*, Oxford University press, New York, 2008, p. 6

Véase también: MONKS, R. y MINOW, N., *Corporate Governance*, Blackwell Publishing, UK, 2004, pp. 1 y ss.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R., “A survey of corporate governance”, National Bureau of Economic Research, *Working paper*, nº 5554, 1996.

¹⁷⁶ Véase: PLESSIS, J., HARGOVAN, A. y BAGARIC, M., *Principles of contemporary Corporate Governance*, Cambridge University Press, New York, 2011, p. 3.

¹⁷⁷ Según establecen los *Principles of Corporate Governance* del AMERICAN LAW INSTITUTE, 1992 (Section 1.11), *decisionmakers* serían aquellos que gozan de la correspondiente autoridad para tomar decisiones por la sociedad (“*authority to make a particular decision for the corporation*”).

¹⁷⁸ Cfr.: PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., p. 11., quien concibe al sistema de gobierno corporativo como aquel conjunto de instrumentos de control y salvaguardia dirigido a alinear los intereses de los *insiders*

En el ámbito europeo, se suele señalar que el inicio del movimiento se produjo con la publicación, en el Reino Unido, del Informe CADBURY en el año 1992¹⁷⁹. Dicho informe (ap. 2.5), definía al *corporate governance* como sistema mediante el cual las sociedades son dirigidas y controladas (“*system by which companies are directed and controlled*”)¹⁸⁰ y, acto seguido, advertía que el órgano de administración (*board of directors*) sería el responsable del gobierno de la sociedad de capital.

Los *Principles* de la OCDE de 2004 (nº 1), por su parte, lo definen, como un marco dirigido a “promover la transparencia y eficiencia de los mercados” en las relaciones entre el *management*, el órgano de administración, los accionistas y demás *stakeholders* de las sociedades de capital¹⁸¹.

(órganos de gestión y grupo de accionistas de control) y de los *outsiders* (accionistas minoritarios).

Sobre el concepto de gobierno corporativo, véase también la obra de OLCESE SANTONJA, A., *Teoría y práctica del buen gobierno corporativo*, Marcial Pons, Madrid, 2005, que se refiere específicamente al desarrollo del movimiento en el ámbito español; PLESSIS, J., HARGOVAN, A. y BAGARIC, M., *Principles of contemporary Corporate Governance*, cit., pp. 3 y ss., quienes describen los orígenes del debate del gobierno corporativo y su relación con el problema de los *stakeholders*, para luego definir al gobierno corporativo como el “*system of regulating and overseeing corporate conduct and of balancing the interests of all internal stakeholders and other parties who can be affected by the corporation’s conduct, in order to ensure responsible behaviour by corporations and to achieve the maximum level of efficiency and profitability for a corporation*”.

¹⁷⁹ Informe titulado “*The financial aspects of Corporate Governance*”, publicado el 1 de diciembre de 1992.

¹⁸⁰ En forma similar, IFC, *Corporate Governance Manual*, cit., pp. 6 y ss., define al gobierno corporativo como las estructuras y procesos para la dirección y control de las sociedades (“*structures and processes for the direction and control of companies*”), analiza detalladamente el alcance de dicha definición y advierte que la noción de *corporate governance* no debe ser confundida con la de *corporate management*. El gobierno corporativo se centraría en la estructura organizativa de la sociedad y en los procesos para asegurar una actuación justa, responsable y transparente. En cambio el *corporate management* se centraría en las herramientas necesarias para desarrollar el negocio.

¹⁸¹ Véase: OCDE, *Principles of corporate governance*, 2004, pp. 11 y ss.

Finalmente, el *Green Paper* sobre gobierno corporativo publicado por la Comisión Europea, en abril de 2011, señala que el marco normativo del gobierno corporativo estaría integrado por una combinación de normas legislativas y de *soft law* (recomendaciones y códigos de buenas prácticas), cuya aplicación es promovida por la UE mediante la Directiva 2006/46/EC, que consagra la aplicación a las sociedades cotizadas del principio “*comply or explain*” (al que posteriormente se hará especial referencia) de las normas de buenas prácticas de gobierno corporativo¹⁸².

Se ha señalado que la progresiva implementación de las prácticas de buen gobierno corporativo retribuiría a la sociedad diferentes grados de beneficios¹⁸³. En primer lugar, el cumplimiento de los requerimientos legales llevaría a mejorar el prestigio, tanto de la sociedad como de los miembros de sus órganos de administración. Un segundo nivel de implementación caracterizado por el incremento de los esfuerzos en la mejora del gobierno corporativo, llevaría a reducir los costes de obtención del capital financiero necesario para desarrollar el proyecto empresarial de la sociedad¹⁸⁴. El tercer nivel, caracterizado por la adopción de sistemas de gobierno corporativo avanzados, brindaría la posibilidad de acceder con éxito a los mercados de capitales (bolsas de valores). Por último, un cuarto nivel, consistente en trabajar e invertir en la implementación de prácticas innovadoras de gobierno corporativo llevaría a mejorar la eficiencia operativa de la sociedad, reduciendo significativamente sus costes de agencia¹⁸⁵.

En líneas generales, como advierte PAZ-ARES, podrían identificarse tres etapas dentro del mencionado movimiento de promoción del buen *corporate governance*¹⁸⁶. La primera de ellas se habría centrado

¹⁸² Véase: *Green Paper, The UE Corporate Governance Framework*, Bruselas, abril, 2011, p. 2.

¹⁸³ Cfr.: IFC, *Corporate Governance Manual*, cit., p. 17.

¹⁸⁴ Este sería el principal argumento manejado por PAZ-ARES, C., “El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor”, cit., para sostener la conveniencia de adoptar las buenas prácticas de gobierno corporativo

¹⁸⁵ Véase: IFC, *Corporate Governance Manual*, cit., pp. 18 y ss.

¹⁸⁶ PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., pp. 12-13.

fundamentalmente en la promoción de órganos de administración con alta capacidad de supervisión del *management* (en el marco de la peculiar estructura de organización de las grandes sociedades norteamericanas) y en el desarrollo de las OPAs (ofertas públicas de adquisición) como mecanismo de libre mercado en beneficio de la administración eficiente de las sociedades. La segunda etapa, habría hecho especial énfasis en los incentivos económicos (remuneración) como mecanismo de alineación de los intereses de los administradores y en la promoción de grupos de accionistas significativos capaces de ejercer el debido control sobre los administradores. La tercera etapa, por último, en la que actualmente se encontraría el movimiento de *corporate governance* se centraría en el desarrollo de la figura y función de los denominados inversores institucionales (en particular, en el movimiento norteamericano¹⁸⁷) y en la definición y establecimiento de los *fiduciary duties*, con mayor desarrollo en el ámbito europeo, a cuyo análisis se dedicará una parte importante del presente trabajo.

En efecto, sin perjuicio de la discusión en torno a los fundamentos del *corporate governance* (raíces económicas vs. raíces éticas)¹⁸⁸ el debate actual del buen gobierno corporativo europeo consagraría gran parte de sus esfuerzos a la cuestión de los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades de capital como incentivo para la adecuada administración societaria, y en su caso, al diseño de las correspondientes acciones de responsabilidad por incumplimiento de tales deberes.

¹⁸⁷ Pero también latinoamericano, como muestra el reciente trabajo publicado por la OCDE, *Strengthening Latin American Corporate Governance. The role of institutional investors*, OECD Publishing, 2011.

¹⁸⁸ Debate recientemente sintetizado en (Ed.) BRINK, A., *Corporate Governance and Business Ethics*, Springer, Londres, 2011.

4. LA FUNCIÓN DEL DERECHO EN EL ÁMBITO DEL GOBIERNO CORPORATIVO

La tradicional discusión en torno a la función que debe otorgarse al Derecho positivo en el campo de las relaciones jurídicas privadas, cobra especial relevancia en el ámbito del gobierno corporativo en la medida en que, en el mismo, la influencia de la regulación resulta particularmente sensible¹⁸⁹ y su contenido probablemente incapaz de reflejar la realidad económica-empresarial en constante proceso de cambio¹⁹⁰. En este sentido, las legislaciones que se basan en el principio de libertad, se enfrentan, particularmente en el área del Derecho de sociedades, a la cuestión fundamental relativa a si la organización de las empresas debe establecerse imperativamente o si, por el contrario, ha de dejarse a la libre iniciativa de sus miembros¹⁹¹. Resulta entonces indudable la importancia de analizar, con carácter previo a la investigación de los *fiduciary duties*, la función que corresponde adjudicar al Derecho en el ámbito específico del gobierno corporativo. El alcance del ordenamiento positivo de tales deberes estará directamente relacionado con las conclusiones del presente apartado.

Al respecto podrían diferenciarse tres perspectivas distintas, según el diferente grado de “imperatividad” que se proponga adjudicar a la norma jurídica positiva. En un extremo, estaría la perspectiva ordenadora que considera al Derecho un instrumento al servicio de valores morales, de protección del “interés público o general”, de los agentes más desfavorecidos o, simplemente, ajenos a la relación contractual específica

¹⁸⁹ Al respecto, señala FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en el Derecho de sociedades*, cit., p. 1., que “el problema de la libertad contractual es el problema de sus límites” y que esta cuestión se ha convertido en uno de los temas centrales del Derecho privado moderno.

En el ámbito anglosajón, véase, por ejemplo, el trabajo de FRANKEL, T., “The legal infrastructure of markets: The role of contracts and property law”, en *Boston U. L. Rev.*, vol. 73, 1993, pp. 389 y ss.

¹⁹⁰ Véase: LLEBOT MAJÓ, J.O., “Doctrina y teoría de la empresa...”, cit., pp. 338 y ss.

¹⁹¹ KÜBLER, F., *Derecho de sociedades (1998)*, (Trad.) KLEIN, M., Fundación Cultural del Notariado, Madrid, 2001, p. 463. En el mismo sentido, BAUMS, T., “El Código alemán de Gobierno Corporativo del año 2002: relaciones entre la regulación legal y la autorregulación”, en AA.VV., *Derecho de sociedades Anónimas cotizadas*, vol. 1, RdS, Madrid, 2006, pp. 67 y ss.

(externalidades negativas) y que, en función de ello, sustenta el carácter imperativo de toda o, al menos, parte significativa, de la regulación legal. En el otro extremo, se encontraría aquella que otorga al derecho positivo privado una función meramente facilitadora de la libre actuación de los agentes económicos (la ley vendría a establecer “*for free*”¹⁹² las soluciones más eficientes, pudiendo las partes separarse libremente de las soluciones legales). Por último, se encontraría otra perspectiva -que denominaremos “orientadora”- que pretende conciliar la protección de la libertad empresarial (elemento considerado esencial para el desarrollo exitoso de la actividad económica) y la función ordenadora del derecho positivo cuyas soluciones vendrían a recoger, esencialmente, las costumbres mercantiles de las diferentes áreas de actividad con el objetivo de que los agentes económicos puedan acceder y conocer la experiencia anterior, primordial para la evolución exitosa de los proyectos empresariales. Esta última perspectiva inspiraría el principio de gobierno corporativo “*comply or explain*” recogido por el movimiento de *corporate governance* de varios países europeos. Seguidamente se describen los principales fundamentos de cada una de las mencionadas interpretaciones.

4.1. Función ordenadora

La doctrina jurídica que propugna la función ordenadora del derecho, en esencia, sostiene que el principal objetivo de las normas jurídicas es imponer un orden social, una determinada organización de los diferentes elementos e intereses que componen el entramado social¹⁹³, en función de un elemento finalista determinado: “interés general” o “bien común”¹⁹⁴.

¹⁹² EASTERBROOK, F y FISCHER, D., *The economic structure of corporate Law*, cit., p. 34.

¹⁹³ Cfr.: DÍAZ GARCÍA, E., “De las funciones del derecho: organización y cambio social”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, tomo IV, Civitas, Madrid, 1996, p. 5444; VALERO AGÚNDEZ, U., *La fundación como forma de empresa*, cit., p. 8.

El origen y desarrollo de esta concepción se ha encontrado en las ideas del jurista alemán Thomas RAISER y los autores vinculados a la escuela de TÜBINGEN quienes acentúan el carácter funcional del Derecho privado en función de la consecución de la justicia material en las relaciones.

¹⁹⁴ Cfr.: FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en el Derecho de sociedades*, cit., p. 74 y ss.

Desde esta perspectiva el derecho cumpliría una función de “organización social” y, al mismo tiempo, constituiría un factor de cambio social hacia lo que se considera valioso¹⁹⁵. El derecho positivo, además, otorgaría efectividad a las prácticas sociales (lo que siendo ilegal es practicado por pocos, al convertirse en legal, se difundiría y generalizaría). El estado es considerado el “gran mediador” entre la sociedad y el Derecho. Su participación debería dirigirse a garantizar la más efectiva articulación de las relaciones sociales, así como a considerar los intereses de los diferentes sectores de la sociedad, especialmente el de los menos favorecidos¹⁹⁶.

En el ámbito particular del derecho de sociedades, frente al principio, considerado formal, de autonomía privada, se propone asegurar la “libertad efectiva” y la justicia material de las relaciones societarias¹⁹⁷. Al regular las sociedades de capital, el legislador tomaría decisiones de naturaleza político-jurídicas mediante las cuales resolvería qué intereses corresponde jurídicamente proteger¹⁹⁸. Se considera que la actividad empresarial societaria trasciende los intereses particulares de quienes participan directamente en ella, vinculándose la cuestión al problema de la “relevancia pública de la actividad económica privada”. Considerando los muy diversos

¹⁹⁵ En este sentido, GREENFIELD, K., *The failure of corporate Law: fundamental flaws and progressive possibilities*, The University of Chicago Press, Chicago-London, 2006, p. 231, sostiene que el derecho de sociedades debería imponer parámetros de decisión basados en criterios sofisticados de racionalidad que incluyan elementos como la equidad o justicia, la prioridad de la persona, la importancia de factores no financieros, etc.

¹⁹⁶ Cfr.: DÍAZ GARCÍA, E., “De las funciones del derecho...”, cit., pp. 5445 y ss. Véase también: RUIZ MIGUEL, A.L., “La dogmática jurídica, ¿ciencia o técnica?”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Luis Díez-Picazo*, tomo IV, Civitas, Madrid, 2003, p. 5670, quien se refiere a la función didáctica de la dogmática jurídica; ALONSO LEDESMA, C., “El Buen Gobierno de las sociedades en Europa”, en *RDBB*, nº 88, 2002, p. 158, quien advierte que la tutela de varios intereses sólo puede llevarse a cabo mediante intervención legislativa.

¹⁹⁷ Véase: FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en el Derecho de sociedades*, cit., p. 2; MATEU DE ROS CEREZO, R., *El código unificado de Gobierno Corporativo*, Aranzadi, Cizur Menor, 2007, p. 136; GONDRA ROMERO, J.M., “El control del poder de los directivos de las grandes corporaciones. La historia de un problema recurrente en una pieza esencial del sistema económico”, en *RDM*, nº 269, 2008, pp. 841 y ss., quien se muestra decididamente a favor de la regulación como condición necesaria para lograr mayor seguridad jurídica y justicia.

¹⁹⁸ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en el Derecho de sociedades*, cit., p. 12.

intereses en juego, particularmente evidentes en la gran empresa privada, se concluye, que la empresa habría dejado de ser un “asunto privado”.

El Estado moderno habría asumido una función correctora y asistencial de la actuación de los distintos agentes económicos¹⁹⁹. El contrato entre partes sólo tendría efectos en la medida en que fuera compatible con el “orden social justo”. En tal sentido, el derecho de sociedades adquiriría, en cierto modo, la calidad de derecho público²⁰⁰. En la medida en que el conjunto de las grandes sociedades constituiría –por su capacidad de producción de bienes, prestación de servicios y creación de puestos de trabajo- factores determinantes del bienestar social, el ejercicio de los derechos individuales estaría sujeto al “bien económico social general”²⁰¹.

La función ordenadora imperativa del derecho de sociedades encontraría fundamento también en la necesidad de protección de la posición jurídica de los terceros (lo que en el ámbito económico se denomina “externalidades negativas”)²⁰². Para evitar los negocios que

¹⁹⁹ *Ibidem*, pp. 40 y ss.

²⁰⁰ Cfr.: GREENFIELD, K., “Reclaiming Corporate Law in a New Gilded Age”, en *Harvard Law & Policy Review*, vol. 2, 2008, pp. 21 y ss.; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en el Derecho de sociedades*, cit., p. 67, por su parte, señala que el carácter social de otras áreas de la regulación –por ejemplo, la laboral y la de arrendamientos urbanos- se ha lentamente extendido a otras áreas del derecho como la mercantil en la que se asistiría a una progresiva instrumentalización del derecho como “técnica de conformación de la realidad económica”. El denominado Estado Social implicaría también la regulación y ordenación de las relaciones económico-sociales.

Desde nuestra perspectiva, no sería tan trascendente el debate en torno a si el derecho de sociedades debe ser considerado público o privado, sino antes que ello si la potestad estatal –planificadora- es realmente capaz de establecer normas que beneficien al bien común, considerando que resulta imposible que cuente *ex ante* con la información adecuada para hacerlo –información en continuo proceso de cambio y nueva creación- y que prevea todas las posibles consecuencias de la regulación que pretende imponer, varias de las cuales terminan siendo perjudiciales incluso para aquellos a quienes pretendía proteger (véase: HAZLITT, H., *Economics in one Lesson (1946)*, Crown Trade Paperbacks, New York, 1979, pp. 15 y ss.).

²⁰¹ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en el Derecho de sociedades*, cit., p. 50.

²⁰² Así lo reconoce, entre otros, LLEBOT MAJÓ, J.O., “Los deberes y la responsabilidad de los administradores”, en (Dir.) ROJO, Á., y BELTRÁN, E., *La responsabilidad de los*

perjudican injustamente a terceros interesados y el costoso trabajo precontractual de los mismos²⁰³, el Derecho tendría como objetivo establecer una serie de mecanismos jurídicos (capital social mínimo, publicidad registral, deberes de información, sujeción de la actividad empresarial a los fines estatutarios, etc.) dirigidos a minimizar dicho riesgo y a brindar así mayor seguridad jurídica en las relaciones “con” la sociedad de capital²⁰⁴.

Por otra parte, los denominados elementos configuradores de cada tipo societario (art. 28 LSC) son considerados límites infranqueables de la autonomía privada, por considerarse elementos irrenunciables de “lógica jurídica y orden técnico”²⁰⁵. El “tipo normativo” sería el conjunto de

administradores de las sociedades mercantiles, Tirant lo Blanch, Valencia, 4ª edición, 2011, pp. 35 y ss., donde sostiene que el fundamento del carácter imperativo del deber de diligencia sería la protección de los terceros, citando en apoyo de su opinión la STS de 30 de diciembre de 1997 [RJ 1997, 9192].

²⁰³ Cfr.: KÜBLER, F., *Derecho de sociedades*, cit., pp. 464 y ss.

²⁰⁴ Cfr.: FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en el Derecho de sociedades*, cit., pp. 97 y ss. y p. 193.

²⁰⁵ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en el Derecho de sociedades*, cit., p. 195.

En el mismo sentido: GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades*, cit., pp. 89 y ss.; DUQUE DOMÍNGUEZ, J., “Escritura, estatutos y límites a la libertad estatutaria en la fundación de sociedades anónimas”, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas: en homenaje al profesor José Girón Tena*, vol. 1., Civitas, Madrid, 1991, p. 95, sostiene que la libertad empresarial estaría sujeta a dos limitaciones explícitamente establecidas: la ley y los principios configuradores. La sociedad anónima tendría una “esencia”, una “estructura interna fundamental”, sin cuyo seguimiento no podría concebirse la existencia del tipo social y cuyo fundamento es la protección del interés público.

El problema radicaría, desde nuestro punto de vista, en los límites de la noción de “elemento configurador”. Si todos los elementos regulados por la ley se consideran configuradores del tipo, se estaría limitando sensiblemente la libertad contractual. Elemento configurador, en rigor, sería aquel que hace de la sociedad de un tipo y no de otro. Por ej., en las sociedades anónimas, que el capital esté dividido en acciones sería un elemento configurador, no así, en cambio, la norma que establece que los administradores sean designados exclusivamente por los socios. Una visión crítica de esta cuestión puede encontrarse en PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., pp. 192 y ss., quien considera que la idea de los principios configuradores del tipo introduce gran incertidumbre y arbitrariedad, características propias del conocimiento intuitivo, respaldando su afirmación en las ideas expresadas por LARENZ, K., *Metodología de la ciencia del derecho*, trad. español 2ª edición, Barcelona-Caracas-

características atribuidas por la ley que hacen de la sociedad relevante a los efectos de los “valores tutelados” y de los “equilibrios entre los intereses concurrentes”²⁰⁶. El derecho de sociedades sería una “tecnología de la organización” de las agrupaciones de personas dirigidas a obtener un fin común²⁰⁷. Se parte de la base de que los tipos sociales gozarían de un orden interno equilibrado que implícitamente contendría valoraciones específicas. Tendrían una forma, una finalidad y un contenido concretos, con una determinada “unidad de sentido”, que no podría modificarse por la autonomía de la voluntad, en el entendido de que no constituirían solamente instrumentos al servicio de los contratantes sino que se organizarían técnicamente de acuerdo a la función ordenadora del Derecho. El contrato *interpartes* no debería, pues, ser capaz de modificar la “esencia” de los diferentes tipos sociales porque a través de ella se establecerían las “cualidades relevantes de la figura” y se concretarían los “núcleos normativos y valorativos específicos”²⁰⁸.

La libertad empresarial de los contratantes estaría, en consecuencia, limitada a la elección del tipo social dentro del catálogo que ofrece la legislación, tipos sociales que adquirirían un “carácter institucional”²⁰⁹ independiente de la voluntad de las partes. De este modo, por lo demás, se protegería también más adecuadamente la confianza de los terceros, no

México, 1980, p. 456. Los elementos configuradores, terminan constituyendo para PAZ-ARES, una suerte de excusa para limitar la libertad organizacional de los agentes económicos y para evitar nuevas formas de organización que no se ajusten a los prejuicios de la teoría institucionalista.

²⁰⁶ DUQUE DOMÍNGUEZ, J., “Escritura, estatutos y límites a la libertad estatutaria...”, cit., pp. 100 y ss.

²⁰⁷ Cfr.: ALONSO ESPINOSA, F. y SÁNCHEZ RUIZ, M., “Teoría general de sociedades”, en (Dir.) ALONSO ESPINOSA, F., *Curso fundamental de Derecho mercantil, Derecho de sociedades*, vol. II, Fundación Universitaria San Antonio, Murcia, 2004, p. 31.

²⁰⁸ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en el Derecho de sociedades*, cit., pp. 205 y ss.

²⁰⁹ El elemento característico esencial de la posición institucional sería la dimensión teleológica de las instituciones jurídicas, la finalidad específica preestablecida por el legislador a la que se sujeta el resto de la regulación societaria.

considerándose suficientes las normas de publicidad registral como mecanismos de información²¹⁰.

4.2. Función facilitadora

La perspectiva que modernamente sostiene la función facilitadora del Derecho de sociedades afirmarí­a que el Derecho, ante todo, debe promover la libertad empresarial de los agentes económicos y, en consecuencia, su cometido principal –meramente instrumental, subsidiario²¹¹, auxiliar, neutral y al servicio de los operadores económicos- sería simplemente el de “colaborar” con la actividad empresarial privada procurando evitar o reducir al mínimo los costes de transacción y de agencia de los operadores económicos, proporcionándoles, gratuitamente, las soluciones transaccionales a las que habrían arribado libremente (*implicit contracting*²¹²) en un contexto ideal sin costes de transacción (criterio de eficiencia)²¹³.

Esta interpretación de la función primordial del derecho de sociedades ha sido recogida por la doctrina vinculada a la denominada escuela del análisis económico del Derecho, que consideraría a la libertad empresarial – y en consecuencia al carácter eminentemente dispositivo y facilitador del

²¹⁰ Cfr.: FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en el Derecho de sociedades*, cit., pp. 236 y ss.

²¹¹ Cfr.: HAYEK, F., *Derecho, legislación y libertad*, cit., pp. 28-29

²¹² Véase: COFFEE, J., “Shareholders versus managers...”, cit., pp. 81 y ss., quien explica el concepto de *implicit contracting* aplicado a los deberes fiduciarios.

²¹³ Cfr.: EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., pp. 12 y ss., quienes vienen a sostener que el rol del Derecho de sociedades sería establecer derechos entre los sujetos de la empresa, de acuerdo a la eficiencia que introduce la organización en la reducción de costes de agencia. En el mismo sentido, PAZ-ARES, C., “Principio de eficiencia y Derecho Privado”, en AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, tomo III, Tirant lo Blanch, Valencia, 1995, señala que la función del derecho sería “puentear los fallos del mercado” que resultan de la existencia de costes de transacción prohibitivos; ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente...*, cit., p. 25; SÁEZ LACAVE, I., “Los pactos parasociales en el Derecho español. Una materia en manos de los jueces”, en *InDret*, nº 3/2009, p. 7.

derecho de sociedades- un elemento esencial para el desarrollo eficiente del proyecto empresarial²¹⁴.

En síntesis, esta corriente de pensamiento jurídico parte de la presunción de que en todo negocio privado, la principal motivación de las partes sería el afán de lucro económico y, como consecuencia de ello, el Derecho debería dirigirse a facilitar las soluciones que maximicen la eficiencia económica total de cada una de las relaciones jurídicas²¹⁵. Dicho criterio es propuesto como elemento inspirador decisivo de la regulación normativa²¹⁶, a la cual cabría otorgarle carácter imperativo solamente cuando los costes de transacción para alcanzar la solución normativa resulten prohibitivos²¹⁷.

En el mismo sentido, se afirma que los jueces, en su labor jurisdiccional (de “decir el Derecho”) deberían adoptar un criterio

²¹⁴ Como señala MACEY, J., “Fiduciary duties as residual claims...”, cit., pp. 1269 y ss., de la noción económica de empresa como *nexus of contracts*, se extraerían tres ideas fundamentales: i) los derechos de los accionistas se derivarían de sus vinculaciones contractuales; ii) el Derecho de sociedades debería ser subsidiario más que imperativo y iii) ningún conjunto de normas es “lo mejor” para todas las empresas (*one size fits all*), sino que cada una debería buscar las normas contractuales que mejor se adecuen a sus características concretas.

²¹⁵ Sin perjuicio de que no es objeto del presente trabajo el análisis del concepto de “eficiencia económica”, a los efectos obtener una orientación general puede consultarse SCHÄFER, H. y OTT, C., *Manual de análisis económico del derecho civil*, Tecnos, Madrid, 1991, p. 40, quienes explican que varios autores han aportado definiciones de eficiencia. Así, se habla de la eficiencia u óptimo en el “sentido de PARETO” cuando en una determinada situación social solo se conseguiría mejorar la situación de uno empeorando la de otro, siendo el libre mercado el proceso a través del cual se consigue dicha situación óptima. En segundo lugar, estaría la eficiencia según COASE quien tuvo la virtud de subrayar la incidencia en el mercado y en el concepto de eficiencia de los “costes de transacción” (véase: COASE, R., “The nature of the firm”, cit.). Finalmente, destaca el concepto de eficiencia descrito por POSNER, R., *El análisis económico del derecho (1992)*, Fondo de cultura económica, México, 1998, pp. 39 y ss., quien identifica la eficiencia con aquella asignación de recursos entre las partes que maximice el valor o la riqueza generada total.

²¹⁶ Cfr.: POSNER, R., *El análisis económico del derecho*, cit., pp. 57 y ss.; PAZ-ARES, C., “Principio de eficiencia y derecho privado” cit., p. 2844.

²¹⁷ Cfr.: EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., “Contract and fiduciary duty”, en *J. L. and E.*, 1993, p. 444; PAZ-ARES, C., “Principio de eficiencia y derecho privado”, cit., p. 2888.

prospectivo dirigido a descubrir lo que habrían pactado las partes (“voluntad hipotética de las partes”), partiendo siempre de la base de que se habrían guiado racionalmente por el criterio de maximización económica y habrían atribuido los riesgos a quien los habría podido asumir a menor coste²¹⁸. Las leyes, por su parte, deberían inspirarse en el criterio de eficiencia, atribuyendo los derechos a quienes estuvieran en condiciones de maximizar su utilidad y/o estableciendo incentivos adecuados dirigidos a lograr que los derechos se adjudiquen a quienes, efectivamente, maximicen su valor. Es decir, la norma positiva adecuada sería la que reduzca al máximo los costes de transacción o se acerque más al modelo de competencia perfecta²¹⁹. Su principal función sería entonces “facilitar” la contratación “proponiendo” soluciones eficientes “*for free*”²²⁰.

Para fundamentar esta posición, Cándido PAZ-ARES, firme partidario de la función facilitadora del Derecho de sociedades, critica agudamente la perspectiva ordenadora –a la que denomina institucionalista- enumerando los errores conceptuales en los que incurriría²²¹. Entre ellos, destaca, en primer lugar, el “prejuicio tecnocrático” que aquejaría a la perspectiva ordenadora en cuanto partiría de la base de que el legislador está en mejores condiciones que los mismos empresarios para establecer las reglas que regularán sus relaciones empresariales²²². La visión ordenadora presumiría

²¹⁸ PAZ-ARES, C., “Principio de eficiencia y derecho privado”, cit., pp. 2847 y ss.

²¹⁹ *Ibidem*, pp. 2892 y ss.

²²⁰ Véase: EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., pp. 34 y ss.

²²¹ PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades...?”, cit., pp. 161 y ss.

En el mismo sentido, ARRUÑADA, B., “Un análisis económico de la regulación de la sociedad anónima en España”, en *Anales de Estudios económicos y empresariales*, nº 3, 1988, p. 192, señala que la perspectiva ordenadora sería, cuando menos, incompleta y llevaría a una regulación cada vez más detallada, sin tener en cuenta los costes que genera a las partes y los mecanismos alternativos que podrían utilizarse.

²²² PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades...?”, cit., p. 173. Cabe destacar, sin embargo, que el autor cae en el mismo prejuicio cuando en otros trabajos (por ej. en “Principio de eficiencia y Derecho Privado”, cit., pp. 2843 y ss.) acepta la regulación imperativa con base en el criterio de eficiencia económica.

La crítica del prejuicio tecnocrático es también desarrollada por destacados autores vinculados a la filosofía política liberal entre los que destaca HAYEK. En su destacado

inexpertos a los operadores económicos y, en tal sentido, justificaría una mayor imperatividad en la medida en que aumente la sofisticación de la regulación tendente a garantizar el equilibrio de intereses. Sin embargo, advierte PAZ-ARES, la función pedagógica que, como se advirtió anteriormente, se pretende adjudicar a la normativa positiva, podría lograrse con similares resultados mediante leyes dispositivas. Por lo demás, agrega el jurista español, más que el legislador, el notario estaría en mejores condiciones para desempeñar dicha función, en cuanto gozaría de verdadera experiencia, conocería, de primera mano, los últimos avances en la materia, y sería capaz de contemplar las especiales circunstancias e intereses concretos de los negocios jurídicos en los que interviene²²³.

En segundo lugar, se subraya el “prejuicio paternalista” de la perspectiva ordenadora²²⁴ por el que se presumiría que la libre contratación no garantizaría las “relaciones equilibradas”. Se consideraría que la libertad personal no siempre conduciría al “bien personal objetivo” lo que justificaría la intervención normativa imperativa. Este prejuicio guarda estrecha relación con la cuestión, largamente discutida, del “precio justo”. La conclusión acertada, para la tesis de la función facilitadora, sería, al igual que en el caso de la organización del gobierno corporativo, que el precio justo sería aquel al que libremente se ajustan las partes. Es decir, sería una cuestión subjetiva, en la que la autoridad legislativa nada tiene que decir. La canalización de la preocupación, por todos compartida, por asegurar un “orden justo” en las relaciones societarias, no pasaría, pues, por la solución propuesta por la perspectiva institucionalista del Derecho, error en el que,

trabajo, *Camino de servidumbre (The road to Serfdorm -1944-)*, Alianza editorial, Madrid, 2007 y, posteriormente, en su última obra *The fatal conceit. The errors of socialism*, Routledge, Londres, 1988, la idea principal es la crítica a esa posición arrogante de los gobiernos que pretenden ser capaces de regular imperativamente el mercado para lograr un mejor y más justo desarrollo social. Esta idea, aplicada en el ámbito del derecho de sociedades, puede encontrarse en el trabajo de BUTLER, H. y RIBSTEIN, L., “Opting out of fiduciary duties...”, cit., p. 52, quienes al criticar a los autores que justifican la regulación imperativa del régimen de votación de los accionistas, señalan que tenderían a asumir que la solución legal imperativa será *a priori* siempre mejor (más justa o adecuada) que la contractual o estatutaria, conclusión que estaría lejos de ser cierta.

²²³ PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., p. 176.

²²⁴ *Ibidem*, p. 176 y ss.

según PAZ-ARES, se caería más fácilmente por evaluar las cuestiones desde una perspectiva *ex post* (las situaciones que terminaron siendo asimétricas en la ejecución del contrato llevarían a pensar que hubo abuso al momento de contratar)²²⁵, sino por asegurar la ejecución de lo libremente pactado.

En tercer lugar, se afirma que la justificación del carácter imperativo de las normas en los privilegios que, como contrapartida, la ley otorgaría al adoptarse la figura societaria (fundamentalmente: personalidad jurídica y limitación de la responsabilidad) constituiría una falacia ya que, en realidad, dichos supuestos “privilegios” no serían tales, en la medida en que podrían ser obtenidos, sin mayor dificultad, a través de la contratación privada²²⁶.

Por otro lado, el hecho de que la gran empresa trascienda los intereses privados de los socios no necesariamente implicaría que se transforme en una cuestión de orden público, sino simplemente que los intereses de los diversos *stakeholders* deberían ser contemplados de acuerdo a lo establecido en cada uno de los contratos²²⁷.

El Derecho de sociedades, esencialmente dispositivo, tendría entonces, una doble función: i) “informar” a los agentes acerca de los modelos exitosos en la práctica y ii) establecer soluciones eficientes a los conflictos o situaciones para los que el contrato o los estatutos no hubieran establecido solución o regla alguna²²⁸.

4.3. Valoración crítica: Función orientadora del Derecho positivo societario

Según señala recientemente FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA²²⁹, revisando muchas de las opiniones vertidas en su obra *La atipicidad en el*

²²⁵ *Ibíd.*, p. 184.

²²⁶ *Ibíd.*, p. 190.

²²⁷ El verdadero problema, como veremos, sería la reducción de la regulación societaria al criterio neoclásico de eficiencia económica, muchas veces contrario al verdadero interés de los diversos *stakeholders*.

²²⁸ Cfr.: KÜBLER, F., *Derecho de sociedades*, cit., pp. 464 y ss.

²²⁹ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *Derecho de sociedades*, vol. I, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 158 y ss.

derecho de sociedades, anteriormente citada, actualmente estaríamos asistiendo a un “declive imparable” de la concepción del legislador como “ingeniero social”, lo que llevaría a reconocer una mayor flexibilidad de las normas societarias, un mayor estímulo de la innovación privada sobre las técnicas de organización de las sociedades –la intervención del legislador pasaría a ser residual- y, como consecuencia de ello, un mayor grado de eficiencia, en la medida en que tal escenario habría inducido a mejorar la coordinación de la realidad de las empresas y el marco regulatorio. En tal sentido, ha afirmado que las mejoras en el gobierno y organización de las empresas han sido consecuencia más de las exigencias de los mercados que de las reformas legislativas²³⁰.

En el mismo sentido, la idea central de la perspectiva que atribuye al Derecho una función eminentemente “orientadora” sería que en el ámbito mercantil o empresarial, a diferencia de lo que podría llegar a ocurrir en otras áreas de la actividad social, la función ordenadora *a priori* del Derecho –sin perjuicio de que implicaría una restricción injustificada del derecho de libertad empresarial consagrado constitucionalmente- parecería especialmente imposible de realizar en la medida en que se entiende que, en ningún caso el legislador se encontraría en condiciones de establecer, en general, las soluciones objetivamente más “justas” para todas y cada una de las sociedades de capital. El mercado se encontraría en constante cambio²³¹, determinando que las soluciones justas sean distintas en cada caso concreto, siendo, en definitiva, las partes de cada relación jurídica privada los sujetos en mejores condiciones de establecer consensualmente las condiciones y soluciones que mejor convengan a sus circunstancias subjetivas particulares.

El Derecho, desde esta perspectiva, vendría a desempeñar una función esencial de orientación de los diferentes agentes económicos, brindando la

²³⁰ Sin embargo, corresponde advertir que el mencionado jurista mantiene en el mismo trabajo (p. 23) que el gobierno corporativo se orientaría, en definitiva, a establecer los mecanismos más adecuados para que las empresas contribuyan al “avance de la comunidad social”, respetando la libertad empresarial, pero también los “derechos fundamentales y los principios de justicia”.

²³¹ Cfr.: FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en el Derecho de sociedades*, cit., p. 189.

información relativa a la experiencia previa en circunstancias similares²³². Es decir que sería la actuación libre de las personas, que iría gradualmente constituyendo la costumbre mercantil, la que brindaría el contenido material de las normas jurídicas a ser articuladas positivamente por la autoridad estatal²³³ y serían también las decisiones libres de los agentes económicos en el mercado, a través de su proceso de evolución, las que modificarían paulatinamente las normas jurídicas a medida que avanza (mejora) la sociedad, debiendo estar atentas las autoridades legislativas para reflejar estos cambios en el Derecho positivo²³⁴.

²³² La principal y fundamental aportación del Derecho positivo privado sería entonces recoger la vasta experiencia anterior a los efectos de orientar y facilitar la actuación de los sujetos que actúan en el presente.

Puede decirse que esta perspectiva guarda cierta relación con las ideas expuestas en el prólogo de la monumental obra del gran jurista SAVIGNY, F., *Sistema de Derecho Romano actual*, F. Góngora y compañía Editores, Madrid, 1878, quien advertía que “cuando una ciencia como la del derecho descansa sobre los esfuerzos no interrumpidos de muchos siglos, constituye una herencia inapreciable, cuya posesión quieta y pacífica goza la generación de que formamos parte”. Luego, se pregunta SAVIGNY (Ibídem, pp. 29 y ss.), acerca de cuál sería “el sujeto en cuyo seno tiene su realidad el derecho positivo” y seguidamente responde “encontraremos que ese sujeto es el pueblo”, “en la conciencia común de éste, vive el derecho positivo”. Luego aclara: “no ha de pensarse, sin embargo, que los diversos individuos de que aquel pueblo se compone, hayan creado el derecho arbitrariamente”, “el derecho positivo sale de ese espíritu general que anima a todos los miembros de una nación. En otras palabras, el Derecho constituiría, en los términos expresados por la escuela escocesa anteriormente citada, un “orden espontáneo”, resultado de la acción humana pero no del designio humano, al igual que otras instituciones sociales como el lenguaje, ejemplo que también utiliza SAVIGNY. Posteriormente, continúa razonando (Ibídem, p. 41 y ss.) “¿y esa conciencia, invisible de su naturaleza, dónde la reconocemos?” y responde: “en los actos exteriores que la manifiestan, en los usos, en los hábitos, en las costumbres” (el destacado es nuestro).

²³³ Así lo reconocería FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en el Derecho de sociedades*, cit., pp. 110-111, al señalar que la organización estructural de la mayoría de los tipos de sociedades tienen su origen en la práctica libre de la actividad empresarial.

²³⁴ Esta idea se encuentra claramente explicada en DE LA CUESTA RUTE, J.M., “Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación”, cit., pp. 94 y ss.

Véase también: DE CASTRO, F., “Notas sobre las limitaciones intrínsecas de la autonomía de la voluntad”, en *ADC*, vol. 35, nº 4, 1982, pp. 1015 y ss., donde el autor reconoce el origen social de las instituciones jurídicas privadas.

Nótese que esta perspectiva jurídica exigiría, necesariamente, el carácter primordialmente dispositivo de las normas jurídicas positivas que prevean las formas de organización societaria y no impliquen la protección de los intereses ajenos perjudicados por la relación contractual²³⁵. Dicha exigencia resultaría esencial para garantizar el proceso de evolución eficiente de las diferentes instituciones sociales. Se considera, en definitiva, que la regulación imperativa coartaría la libertad y la necesaria evolución de las normas que regulan la actividad en la consecución del mejor desarrollo social y, además, generaría distorsiones en el mercado que incentivarían errores de apreciación en los agentes económicos, dificultando el desarrollo exitoso de sus proyectos empresariales y, en consecuencia, serían esencialmente injustas²³⁶.

²³⁵ La cuestión de las denominadas “externalidades negativas”, a la que se hará referencia en posteriores apartados del presente trabajo, se ha considerado una excepción al principio general que prevería el carácter esencialmente dispositivo del Derecho privado, en aplicación del principio social clásico de subsidiariedad. Se ha señalado, sin embargo, que la necesidad de protección -temporal- por parte del Derecho positivo de los intereses de terceros afectados por las relaciones contractuales se debería a que no se encontrarían todavía adecuadamente distribuidos los derechos de propiedad, lo que determinaría la presencia de “bienes comunes” o “bienes públicos”. Al respecto, véase: ZANOTTI, G., *El humanismo del futuro*, publicado en <http://www.hacer.org/pdf/Zanotti05.pdf>, cap. 3.2, donde el autor hace una aguda crítica de la visión propuesta por el análisis económico del Derecho (desde COASE en adelante), a la que acusa de partir de supuestos irreales y señala que no habría externalidades negativas –y, en consecuencia, necesidad de protección jurídica especial- si los derechos de propiedad estuviesen bien definidos.

Por lo demás, como advierten EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., “The corporate contract”, cit., pp. 1434-36, el argumento de las externalidades negativas no se aplicaría a los *intra-corporate affairs*. Es decir, no afectaría a personas que no estén voluntariamente vinculadas a la sociedad. Inversores, empleados, proveedores, etc., habrían negociado con la sociedad y, en tal sentido, “podrían llegar hasta donde quisieran”.

²³⁶ Cfr.: OLLERO, A., *Democracia y convicciones en una sociedad plural*, Cuadernos del Instituto Martín de Azpilcueta, Pamplona, 2001, pp. 14-15, quien afirma que no puede adjudicarse al Derecho el objetivo tan ambicioso de realizar el bien en todos sus aspectos, sino, más modestamente, el de que las personas puedan convivir humanamente. A su vez, aclara, debe procurarse que el Derecho no se transforme en una suerte de obstáculo a la búsqueda del bien personal, sino abrir las posibilidades y garantizar las condiciones sociales necesarias (bien común) para que cada persona puede emprender dicha búsqueda sin impedimentos.

Pues bien, desde la visión que atribuye una función orientadora al Derecho positivo en el ámbito del gobierno corporativo, resultan igualmente criticables los paradigmas ordenador y facilitador:

4.3.1. Crítica de la perspectiva ordenadora

En relación al fundamento ofrecido por la perspectiva ordenadora imperativa que atribuye al Derecho la función de “defender” los intereses públicos y el bien común, podría decirse que la mejor forma de proteger tales valores, ciertamente importantes, sería asegurar que el libre mercado ordene las relaciones, en la medida en que no se habría descubierto, hasta el momento, un modo más justo y eficiente de desarrollo exitoso y coordinado de la actividad empresarial²³⁷. En efecto, se consideraría que la norma imperativa no inspirada en el libre mercado sino en la necesariamente incompleta noción de justicia del legislador, podrá dar mayor seguridad a los agentes pero, tarde o temprano, estará condenada al fracaso por introducir incentivos con consecuencias no intentadas impredecibles²³⁸ e información equivocada a los agentes, propiciando innumerables errores de cálculo empresarial y, en consecuencia, generando pérdidas (e injusticia) en todo el sistema²³⁹.

²³⁷ Cfr.: BUTLER, H., y RIBSTEIN, L., “Opting out of fiduciary duties...”, cit., pp. 52 y ss., quienes señalan que uno de los graves errores en los que incidiría la perspectiva ordenadora es el de asumir que las solución imperativa es, de por sí, mejor que la que ofrece la libre contratación. Estos autores denominan “*nirvana fallacy*” a esa “*naive assumption that regulation will function perfectly if market do not*”. Se preguntan por qué la ley habrá de llegar a mejores resultados que el ordenamiento privado cuando los legisladores y tribunales (más allá de las diferentes motivaciones que pueden tener los agentes políticos encargados de redactar las normas) sufren el problema de la “generalidad”, esto es, las reglas generales no pueden ser aplicadas a todos, de igual manera.

²³⁸ Cfr.: MACEY, J., “An economic analysis of the various rationales for making shareholders the exclusive beneficiaries of corporate fiduciary duties”, en *Stetson L. Rev.*, vol. 21, 1991-1992, p. 26.

Los agentes, al enfrentarse a normas imperativas que no reflejan la realidad del tráfico, tenderán a hacer indirectamente –a través de pactos parasociales, por ejemplo- lo que la ley no les permite hacer abiertamente, con las dificultades que ello introduce a los terceros a quienes se les hará más costoso aún obtener la información suficiente antes de contratar con la sociedad.

²³⁹ A la misma conclusión arriba, en España, PÉREZ CARRILLO, E., “Simplificación en la organización y funcionamiento de los órganos sociales: junta general de socios y consejo de

Más allá de lo dicho, la visión institucional, promovida por quienes sostienen la función ordenadora del derecho de sociedades, que supone que la Ley contendría un modelo ideal y equilibrado (justo) de organización de la sociedad, implicaría, en todo caso, un límite a la legítima libertad empresarial humana (art. 38 CE)²⁴⁰. Por lo demás, debe destacarse que la

administración”, en (Dir.) HIERRO ANIBARRO, S., *Simplificar el Derecho de sociedades*, Marcial Pons, Madrid, 2010, p. 350, cuando afirma que los esfuerzos por brindar mayor seguridad jurídica a los operadores económicos pueden transformarse en obstáculos para la creación de riqueza.

En el mismo sentido, resultan especialmente aplicables en el ámbito del derecho societario las observaciones expresadas por MISES, L., *La acción humana...*, cit., pp. 1099-1100 respecto a la *praxeología* –ciencia de la acción humana-. Las acciones humanas estarían sujetas a una serie de leyes (ej.: preferencia temporal, coste marginal, etc.) de modo semejante a lo que ocurre en el ámbito de las ciencias naturales y, en modo similar en ambos casos, para lograr cualquier objetivo tales reglas deben ser respetadas. Ahora bien, señala MISES, mientras sólo los deficientes mentales osarían desafiar las leyes físicas o biológicas, innumerables personas (muchos legisladores) se creerían capaces de incumplir las leyes praxeológicas (económicas) sin penalidad alguna.

En el ámbito del *soft law* del gobierno corproativo, a semejante conclusión llega el Informe HAMPEL, publicado en Reino Unido en 1998, en su apartado 1.2, al señalar que la prosperidad de las empresas no puede ser comandada por la normativa, que no existen fórmulas ideales para organizar los diferentes factores que intervienen en ellas y que resulta peligrosa la creencia de que las normas y la regulación traerán el éxito empresarial

²⁴⁰ Cfr.: PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., p. 164.

Sobre la interpretación del artículo 38 CE, que reconoce –como derecho preexistente y natural de la persona humana- “la libertad de empresa en el marco de la economía de mercado” véanse los trabajos de ARAGÓN REYES, M., “Constitución económica y libertad de empresa”, cit., pp. 170 y ss., quien sostiene que la Ley no debe vulnerar el contenido esencial del derecho de libertad de empresa; RUBIO LLORENTE, F., “La libertad de empresa en la Constitución”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, tomo I, Civitas, Madrid, 1996, pp. 431 y ss.; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á., “Actividad económica pública y actividad económica privada en la Constitución Española”, en *RDM*, nº 169-170, 1983, pp. 309 y ss.; ARIÑO ORTIZ, G., *Principios constitucionales de la libertad de empresa*, Marcial Pons, Madrid, 1995, pp. 127 y ss., quien afirma que el problema de la intervención del Estado en la actividad privada debería resolverse de acuerdo al criterio de “regla y excepción”; CIDONCHA MARTÍN, A., *La libertad de empresa*, Civitas, Madrid, 2006, pp. 263 y ss.; DE LA CUESTA RUTE, J.M., “La publicidad y el sistema económico constitucionalizado”, en *Procesos de Mercado*, nº 1, 2008, pp. 223 y ss., quien concretamente señala que el art. 38 CE prevé la preferencia del sistema de mercado sobre otros sistemas de coordinación de las decisiones económicas y que las referencias de la

noción de “relación equilibrada” o “justa” sería eminentemente subjetiva. Es decir, lo que resulta equilibrado para unos no lo sería necesariamente para otros. Dependería de la valoración de cada sujeto involucrado en el contrato concreto –rodeados de especiales y diversas circunstancias-. Sería, entonces, inútil e injusto (además de ineficiente), pretender establecer parámetros objetivos de justicia en tales casos. Nadie mejor que los propios interesados conocerían las circunstancias y sus fines particulares y, en consecuencia, nadie mejor que ellos estaría en mejores condiciones de tomar las decisiones que mejor se adecuaban a las circunstancias²⁴¹. El legislador, no sería capaz *ex ante* de conocer las particulares circunstancias y, en general, la inmensa cantidad de información –en constante proceso de regeneración- que proporciona el mercado a cada individuo en el momento de contratar²⁴². Por tal motivo, se sostiene que resultaría improcedente y contraproducente adjudicar alcance imperativo a la normativa societaria, como propone la perspectiva ordenadora institucionalista, la que prescindiría de la voluntad de las personas que participan en la sociedad de capital (capitalistas, administradores, trabajadores, acreedores, etc.) estableciendo una supuesta

mencionada norma constitucional a la “economía general” y a la “planificación” no pueden entenderse como títulos habilitantes de “intervención administrativa excluyente del mercado”. Y agrega el destacado catedrático de Derecho mercantil: “El respeto que a la realidad debe el Derecho exige tomar el concepto de mercado que formula la ciencia económica”, en particular, de la escuela austriaca de economía, que partiría de la imperfección del conocimiento y de la subjetividad de los agentes económicos y en función de ello, concebiría al mercado como un proceso dinámico de descubrimiento de los desperfectos que continuamente se producen en el mercado y que se resuelven mediante la actividad empresarial.

²⁴¹ El problema ha sido, según señala HAYEK, F., *Camino de servidumbre*, cit., p. 47, que en un determinado momento el progreso derivado del libre proceso evolutivo del mercado se empezó a considerar demasiado lento y los principios que habían hecho posible tal progreso, obstáculos a ser suprimidos para acelerarlo.

²⁴² Para el caso concreto de las sociedades de capital, como advierte MACEY, J., “An economic analysis of the various rationales for making shareholders the exclusive beneficiaries...”, cit., p. 26, como sucedería con muchas otras iniciativas legislativas, las normas pro *stakeholders* no logran beneficiar los intereses de los grupos en particular que pretendían beneficiar, sino, en general, el interés de los *managers* y administradores que terminan gozando de un instrumento más para protegerse de los *takeovers*.

“máquina jurídica” por la que pretendería equilibrar los intereses en juego²⁴³.

En definitiva, cualquier intervención imperativa del ordenamiento positivo inspirada en políticas dirigidas a favorecer uno u otro grupo de *stakeholders* debería ser considerada errónea por corporativista y cortoplacista en cuanto resultaría imposible predecir sus consecuencias no intentadas. Así, por ejemplo, i) las normas imperativas que pretenden proteger –con independencia de lo que pudiera indicar el mercado– el interés de los empleados, en ocasiones han terminado generando incentivos que perjudican al propio colectivo de trabajadores, lo que habría llevado a no admitir otro remedio que flexibilizar el marco protector legal y ii) las normas que imperativamente pretenden fijar límites a la retribución de los administradores, muchas veces, han impedido a las sociedades contratar los servicios de los administradores que estiman más competentes²⁴⁴.

El Derecho no debería ser considerado un instrumento que va detrás de las prácticas sociales estableciendo diferentes reglas de juego a medida que cambian las circunstancias, de acuerdo con una determinada visión política de la realidad, sino que debería limitarse a descubrir y articular las reglas que surgen del propio mercado²⁴⁵, de la costumbre empresarial, reglas

²⁴³ PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., pp. 165 y ss.

²⁴⁴ Cfr.: SÁNCHEZ-CALERO, J. y PUYOL, B., “La recomendación europea en materia de retribución de los administradores”, en *RDBB*, nº 96, 2004, pp. 186 y ss.

²⁴⁵ Cfr.: LEONI, B., *La libertad y la Ley (1961)*, Unión Editorial, Madrid, 1995, p. 28, quien recuerda que tanto los juristas romanos como los ingleses habrían compartido la idea de que la Ley –el Derecho– es “algo que se descubre” y que a nadie debe adjudicarse tanto poder como para que identifique su voluntad con la Ley. La Ley sería, entonces, independiente de la voluntad de las personas que la promulgan, cuya función se reduciría a compilar lo dicho por los jueces –dar a cada uno lo suyo– durante siglos, es decir, la concepción de “lo justo” establecida tras una larga evolución. Al respecto, explica HAYEK, F., *Derecho, legislación y libertad (1976)*, tomo II, Unión Editorial, Madrid, 1998, pp. 145 y ss., que en el contexto de la evolución social las personas habrían aprendido a respetar y a hacer respetar determinadas normas de conducta mucho antes de que fueran explícitamente articuladas. Las normas habrían aparecido porque, en la práctica, posibilitaban el orden y la paz social. La eficacia del orden logrado es lo que determinaría la supremacía de tales normas y no de otras. La tarea del legislador, desde esta perspectiva, consistiría en descubrir lo ya existente, no en crear algo nuevo.

que deberán tener un objetivo solamente orientador, no imperativo – obligarán por su propia capacidad organizadora-, preservando así la adecuada evolución de la sociedad. Una solución distinta sólo propiciaría el entorpecimiento de la evolución y la innovación²⁴⁶.

4.3.2. *Crítica de la perspectiva facilitadora propuesta por el análisis económico del Derecho*

Respecto a la perspectiva facilitadora, cabría preguntarse por qué, en caso de que los prohibitivos costes de transacción impidan contratar, el criterio exclusivo de interpretación debe ser, como ésta propone, el de eficiencia económica²⁴⁷. En efecto, se produciría una suerte de paradoja en quienes, por un lado, pretenden defender la función meramente facilitadora del derecho de sociedades y, paralelamente, aceptan la regulación imperativa basada en el criterio de eficiencia económica²⁴⁸.

A nuestro modo de ver, la concepción hayekiana de la Ley, no resulta, como se ha sostenido (por ej.: GREGG, S., *On ordered liberty. A treatise on the free society*, Lexington Books, Oxford, 2003, pp. 52-53, quien señala que la concepción de HAYEK distancia al Derecho de la necesidad de conducir hacia el bien) incompatible con la perspectiva del Derecho natural que vincula estrechamente el Derecho positivo con la moral natural, en la medida en que, ciertamente, el Derecho natural debe ser descubierto y, en general, la eficacia práctica de determinada norma jurídica sería una buena prueba del ajuste de la misma al bien de la naturaleza humana y social.

²⁴⁶ Cfr.: PAZ-ARES, C., “Por un Derecho de sociedades reflexivo”, en *Expansión*, 25 de mayo de 2002, p. 35.

²⁴⁷ Al respecto, resultan atendibles las críticas planteadas por DWORKIN, R., *A matter of principle*, Library of Congress Cataloging in Publication Data, USA, 1985, pp. 237 y ss., a quienes como POSNER y otros autores vinculados al análisis económico del Derecho, con la excusa de la eficiencia económica aceptan la limitación injustificada de la libertad humana.

En el mismo sentido, PAZ-ARES, C., “La economía política como jurisprudencia racional”, en *ADC*, 1981, p. 697, reconoce que la crítica fundamental que puede hacerse al análisis económico del Derecho es que renuncia explícitamente a evaluar el derecho desde la “equidad”, de la “justicia”, de la “ética social”; GONDRA ROMERO, J.M., “¿Tiene sentido impartir justicia con criterios de economía? (A propósito de una teoría del Derecho que postula una Jurisprudencia orientada por el valor de la “eficiencia económica””, en *RDM*, nº 226, 1997, pp. 1576 y ss., expresa que “a los jueces les incumbe administrar “Justicia”, no “Economía”.

²⁴⁸ Bajo el paraguas de la productividad y la eficiencia “objetiva” aceptan la limitación de la libertad empresarial estableciendo un único criterio de interpretación de la voluntad hipotética de las partes. En tal sentido, señalaba el premio Nobel de economía de 1986,

En tal sentido, podría decirse que el planteamiento de varios autores vinculados al análisis económico del Derecho, atribuiría también (aunque ciertamente de manera oculta²⁴⁹) una función ordenadora al Derecho positivo, basada en criterios normativo-valorativos, distintos al concepto tradicional de justicia, pero no por ello menos criticables²⁵⁰. El criterio valorativo elegido sería el de “eficiencia económica”. Siguiendo las ideas de COASE en su célebre artículo “*The problem of social cost*”²⁵¹, se justificaría la regulación jurídica imperativa basada en el criterio de eficiencia económica, siempre que los costes de transacción impidan a los contratantes llegar a las soluciones más eficientes²⁵². En consecuencia, las críticas atribuibles a la perspectiva institucionalista ordenadora resultarían

BUCHANAN, J., “Salvando el alma del liberalismo clásico”, publicado en febrero de 2004 en <http://www.elcato.org/publicaciones/ensayos/ens-2004-02-18.html> que los “liberales”, al aplicar imperativamente el principio de eficiencia, estarían pasando a someterse a las reglas y forma de pensar socialistas.

Por lo demás, como se ha afirmado -GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades*, cit., pp. 25 y ss.; PAZ-ARES, C., “Ánimo de lucro y concepto de sociedad (Breves consideraciones a propósito del artículo 2.2 LAIE)”, en AA.VV, *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea*, cit., pp. 731 y ss.- y, en efecto, sucede en la práctica -por ej., véase el caso la sociedad anónima navarra TASUBINSA descrito por SISON, A., *Corporate Governance and Ethics (An Aristotelian Perspective)*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK, 2008, p. 4 y ss.- el fin social no debe limitarse al lucro económico crematístico, realidad que reduciría significativamente el fundamento jurídico de dicha posición y dejaría en evidencia su carácter reduccionista.

²⁴⁹ Cfr.: GONDRA ROMERO, J.M., “La teoría contractual de la sociedad anónima...”, cit., 1210.

²⁵⁰ Cfr.: BUTLER, H. y RIBSTEIN, R., “Opting out of fiduciary duties...”, cit., p. 17, quienes sostienen que sin perjuicio de la orientación al mercado de la teoría propuesta por EASTERBROOK y FISCHER de contratación hipotética, la misma ocultaría una visión normativista, inconsistente con la teoría contractual de la sociedad.

²⁵¹ En efecto, es posible afirmar que la escuela del “Análisis económico del Derecho” moderna comenzó su vertiginoso desarrollo a partir de dos destacados trabajos: el mencionado de COASE, R., “The problem of social cost”, en *Journal Law & Economics*, 1960, pp. 1 y ss. y el de CALABRESI, G., “Some thoughts on risk distribution and the Law of torts”, en *Yale Law Journal*, 1961, pp. 499 y ss.

²⁵² PAZ-ARES, C., “Principio de eficiencia y derecho Privado”, cit., pp. 2874 y ss.

aplicables a la concepción sostenida por los partidarios del análisis económico del derecho²⁵³.

En la realidad, a nuestro juicio, las relaciones sociales no se basan exclusivamente en el afán de lucro, sino también en otros valores, no sólo económicos, sino de muchos otros tipos, también éticos²⁵⁴. Si bien es cierto que las partes, en el ámbito mercantil se guiarían primordialmente por el criterio de maximización del beneficio, no lo sería que tal objetivo se persiga a cualquier “precio”, apartando cualquier otro criterio de decisión.

La propuesta de la perspectiva orientadora, en cambio, no sería la de defender unos u otros intereses (corporativismo) sino las soluciones aportadas por la costumbre mercantil –respetando así la legítima libertad empresarial- luego de un paulatino proceso de “ensayo y error” (propio del libre mercado) que tendría como resultado la supervivencia de las formas de organización más exitosas (justas y eficientes)²⁵⁵. Esta perspectiva también

²⁵³ Es que, como señalaba TERMES, R., *Antropología del capitalismo: un debate abierto*, Actualidad y Libros, Barcelona, 1992, pp. 175 y ss., igual de condenable serían todas las perspectivas que limitan la libertad humana.

²⁵⁴ En efecto, si bien el criterio de eficiencia llevaría, en general, a soluciones justas, la justicia no se reduciría solamente a la eficiencia. En este sentido. véase: GIRÓN TENA, J., *Tendencias actuales y reforma del Derecho mercantil: (Estudios)*, Madrid, Civitas, 1986, p. 118; GARRIDO GARCÍA, J.M., “La regulación de los mercados financieros en Inglaterra”, en *RDBB*, nº 39, 1990, p. 550; ALONSO UREBA, A., “El gobierno de las grandes empresas”, en (Coord.) ESTEBAN VELASCO, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, Marcial Pons, 1999, pp. 105 y ss., quien critica especialmente al Informe Olivencia, por seguir una ética utilitarista basada en la eficiencia económica que pretende convertir al Derecho en un programa ideológico-económico determinado, aunque lo hace para rescatar el “acervo axiológico-valorativo” vigente, también ideológico desde nuestro punto de vista; ARROYO MARTÍNEZ, I., “Reflexiones en torno al interés social”, en AA.VV., *Derecho de Sociedades, Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. II, McGraw-Hill, Madrid, 2002, p. 1851, donde se señala que el Derecho “nace y se justifica como medio para superar el conflicto”, al servicio de la convivencia, la que “será mayor cuanto mayor sea la armonía y el equilibrio entre todos los componentes”; GONDRA ROMERO, J.M., “¿Tiene sentido impartir justicia con criterios de economía?...”, cit., pp. 1591 y ss., quien sostiene que la integración del contrato de sociedad debe basarse en lo que hubiera establecido un contratante de buena fe, no solamente un *homo economicus rationalis* abstracto.

²⁵⁵ Los postulados del principio de eficiencia –descritos por PAZ-ARES, C., “Principio de eficiencia...”, cit., pp. 2880 y ss.- no se cumplirían en la práctica porque, en efecto, no se podría determinar *a priori* quien valora subjetivamente más o menos un derecho.

se basaría en el principio interpretativo de *implicit-contracting* (voluntad hipotética de las partes) pero tendría la virtud de ajustarse más a la realidad (a la costumbre, a las normas que en general se consideran válidas), no a un criterio ideal –y a veces contrario a la libertad- como el de eficiencia económica²⁵⁶.

4.3.3. *La alternativa ofrecida por el principio “cumplir o explicar”*

Sin perjuicio de lo dicho, más allá de las mencionadas normas que eventualmente, por dirigirse a la protección de terceros, se pretenda justificar excepcionalmente su carácter imperativo (de forma subsidiaria y por el tiempo estrictamente necesario), la visión orientadora de la función del Derecho en el ámbito del gobierno corporativo resultaría, a nuestro modo de ver, compatible con el principio normativo –*trade mark* del movimiento de gobierno corporativo europeo²⁵⁷- de “*comply or explain*” (cumplir o explicar)²⁵⁸. Dicho principio no obligaría ineludiblemente al cumplimiento de las normas positivas, sino que simplemente exigiría, en caso de que se resuelva no seguir sus soluciones, la explicación de las razones de la inaplicación. De este modo se salvaguardaría, a un tiempo, el principio de autonomía de la voluntad²⁵⁹ y la función eminentemente

²⁵⁶ Como señalaría HAYEK, F., *Derecho, legislación y libertad*, cit., pp. 167-168, la labor del juez no debe reducirse a determinar si el comportamiento de las partes fue eficiente o útil –u otro valor considerado superior por la autoridad- sino si fue ajustado a las normas consideradas válidas por todos. El interés general que debería contemplar el juez es el de garantizar el respeto de las normas con las que las partes razonablemente cuentan al momento de contratar.

²⁵⁷ Véase: EUROPEAN COMMISSION, “Green paper. The UE Corporate Governance framework”, Bruselas, abril, 2011, p. 2.

²⁵⁸ También conocido como “*if not, why not? approach*”. En efecto, así lo califican los Principios de buen gobierno corporativo publicados por la *Australia Stock Exchange*, en 2003.

²⁵⁹ Cfr.: DE LA CUESTA RUTE, J.M., “Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación”, cit., p. 106. El autor considera, además, que esta sería la filosofía jurídica que inspiraría al Informe ALDAMA y al Informe WINTER, la que según GARRIDO GARCÍA, J.M., “El Informe WINTER y el gobierno societario en la unión europea”, en *RdS*, nº 20, 2003, p. 112, uno de los autores del Informe, partiría de la idea de que el derecho de sociedades cumple principalmente una función facilitadora, promocional y habilitadora.

orientadora o pedagógica del Derecho²⁶⁰. Se trataría simplemente de una obligación de transparencia (*disclosure*²⁶¹) que se derivaría del principio general de buena fe contractual, esencial al concepto de contrato²⁶².

La aplicación del principio “*comply or explain*” constituiría un incentivo para que el “proceso de información” que constituye el mercado, se haga más transparente y dinámico, en cuanto exigiría que los agentes que pretendan innovar en su organización privada informen al mercado acerca de las ventajas de las nuevas soluciones normativas a las que se acogerán, posibilitando que otros agentes evalúen dichas soluciones y, de considerarlo adecuado, también se ajusten a las mismas, llevando, en definitiva a un más eficiente proceso de evolución de las normas jurídicas positivas, las que tenderán a modificarse siguiendo las nuevas costumbres mercantiles surgidas de la aplicación generalizada de las nuevas soluciones normativas.

Se ha señalado, sin embargo, que la experiencia de aplicación del mencionado principio de gobierno corporativo no habría gozado siempre de los resultados deseados²⁶³ en la medida en que muchas empresas, por diversas razones, han optado por cumplir con las normas o las buenas

²⁶⁰ Sobre el fundamento jurídico del principio “*comply or explain*” y sus principales ventajas como alternativa a la interpretación imperativa o dispositiva de las normas positivas de gobierno corporativo, véase: STEENO, A., “Corporate governance: Economic analysis of a «comply or explain» approach”, en *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 11:2, 2006, pp. 394 y ss.; WILCOX, J., “Comply or explain: Should directors have a duty to inform?”, en *Law and contemporary problems*, vol. 74, 2011, pp. 149 y ss.; HOGG, C., “The “Comply or explain” Approach to Improving Standards of Corporate Governance”, en www.qfinance.com/corporate-governance-viewpoints/.

²⁶¹ Véase la noción de *disclosure* prevista en AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, Volume 1, St. Paul, Minnesota, 1994, Section 1.14, pp. 16 y ss.

²⁶² Cfr.: INDIRA ANAND, A., “An analysis of enabling vs. mandatory corporate governance: structures post-Sarvane-Oxley”, en *Delaware Journal of Corporate L.*, vol. 31, 2006, pp. 229 y ss.

²⁶³ Cfr.: EUROPEAN COMMISSION, “Green paper. The UE Corporate Governance framework”, cit., pp. 16 y ss., donde se advierte acerca de las dificultades para la aplicación de este principio, principalmente en las sociedades en que existen accionistas de control. Como remedio dirigido a mejorar la aplicación del principio se recomienda: i) mejorar la calidad de las explicaciones en las declaraciones de gobierno corporativo y ii) mejorar el monitoreo del gobierno corporativo.

prácticas de gobierno corporativo establecidas en las diferentes normas de *hard* y *soft Law*, con independencia de su efectiva conveniencia a sus circunstancias particulares, con tal de no verse en la necesidad de explicar.

Con todo, esta perspectiva aportaría, hasta el momento, la mejor alternativa a los enfoques meramente facilitadores u ordenadores de la función del Derecho en el ámbito del gobierno corporativo. La legitimidad del cierto grado de imperatividad que implicaría la exigencia de explicación estaría dada por el valor de la costumbre mercantil –la experiencia acumulada anterior-, la que sería fruto, según afirmaría el destacado economista escocés Adam FERGUSON, “de la acción humana aunque no del diseño humano”²⁶⁴. Es decir, a este tipo de normas, en principio, no les serían aplicables las críticas, señaladas en España por Cándido PAZ-ARES, atribuibles a aquellas que provienen de la inteligencia y voluntad necesariamente limitada de un conjunto de legisladores (paternalismo, falta de información necesaria, prejuicio tecnocrático, etc.). Su legitimidad procedería de la experiencia humana, de la costumbre, del propio mercado. Su contenido normativo sería fruto del éxito experimentado por los negocios jurídicos que se organizaron a su amparo. Podría decirse que su justicia sería práctica, no meramente teórica o planificada, como varias de las disposiciones legales que surgen de la voluntad arrogante²⁶⁵ y circunstancial del legislador²⁶⁶.

²⁶⁴ Véase: GALLO, E., “La tradición del orden social espontáneo: Adam Ferguson, David Hume, Adam Smith”, en *Libertas*, n° 6, Eseade, Buenos Aires, 1987, p. 139.

²⁶⁵ Cfr.: HAYEK, F., *The fatal conceit...*, cit.; en España, TERMES, R., *Antropología del capitalismo*, cit., p. 174., quien denuncia el fracaso real de los ordenamientos que resolvieron suprimir la libertad bajo la premisa de la justicia, la igualdad y el bienestar.

²⁶⁶ Por lo demás, sería importante recordar que la idea de autoridad estatal legislativa es relativamente reciente en la historia. Como explicaba HAYEK, F., “Derecho y ley”, en *Tópicos de actualidad*, n° 23, Guatemala, 1966, hasta hace algunos siglos, el Derecho no era concebido, como ahora, como un producto de la actividad legislativa del estado, sino como un conjunto de reglas derivadas de la evolución de las relaciones humanas que tocaba a los juristas descubrir, explicar y articular. Así, explica, BENSON, B., “The spontaneous evolution of commercial Law”, en *Southern Economic Journal*, vol. 85, n° 3, 1989, p. 648, paulatinamente se fue descubriendo que las costumbres comerciales de cada una de las ciudades o localidades eran comunes en varias de ellas, lo que las hacía aplicables en las relaciones entre los comerciantes de todas (dando nacimiento a una suerte de derecho comercial internacional). A su vez, en caso de que las costumbres no fueran las mismas, las que demostraron ser más adecuadas para facilitar el comercio exitoso terminaron

Por otra parte, la costumbre mercantil y su articulación positiva resultarían, definitivamente, los más adecuados instrumentos de integración de los contratos mercantiles (*implicit contracting*), en la medida en que reflejarían lo que debieran esperar (razonables expectativas) los diferentes agentes económicos quienes, en general, conocen las costumbres que regulan su actividad comercial²⁶⁷.

El contenido de las normas positivas, entonces, no necesariamente debería estar vinculado al criterio de eficiencia económica sino al criterio de justicia –que implica también a la eficiencia, entre otros valores- que inspira a las costumbres mercantiles. El Derecho positivo debería constituirse, desde esta perspectiva, en una suerte de intérprete o articulador privilegiado de la costumbre mercantil, dirigido –al igual que otras instituciones sociales como el lenguaje o el dinero- a orientar o facilitar las relaciones humanas, respetando la libertad empresarial y, en el mejor de los casos, a exigir información a los agentes para acelerar el desarrollo exitoso de las instituciones. El Derecho no tendría, pues una mera función facilitadora (*for free*) sino orientadora hacia las buenas prácticas.

prevaleciendo sobre las otras que paulatinamente dejaron de utilizarse. Una idea central de esta perspectiva es que esta evolución normativa, al igual que el proceso de mercado, no se detiene (advierte BENSON, B, *Ibíd*, p. 658: “*since commerce operates in a dynamic continually changing environment, new contractual arrangements are always being mediated-new Law is being created*”) y que la intervención imperativa tecnocrática o paternalista del Estado solo puede ocasionar distorsiones negativas, fundamentalmente, por las consecuencias no intentadas de la regulación, que incluso muchas veces termina perjudicando a aquellos que pretendía proteger (así, por ejemplo: WOODS, T., *Porque el estado sí es el problema*, Ciudadela, Madrid, 2008, p. 251).

²⁶⁷ En este sentido, señala BENSON, B., “The spontaneous evolution of commercial Law”, *cit.*, p. 646, que la autoridad de un sistema legal deriva, en definitiva, del convencimiento de que es “correcto” porque cumple con las expectativas de las partes. En España, véase: DE LA CUESTA RUTE, J.M., “Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación”, *cit.*, pp. 104-105.

4.3.4. *Equilibrio regulador basado en los criterios de prudencia y subsidiariedad*

De acuerdo a lo dicho hasta el momento, la conclusión sería que, en la medida en que de tal modo contribuye mejor a la consecución del bien común, el Derecho de sociedades debería inspirarse en la formulación clásica del principio de subsidiariedad sintetizado en la regla “tanta libertad como sea posible y tanta regulación como sea necesaria”, teniendo en cuenta, además, que es “necesario” no regular cuando no es estrictamente necesario hacerlo²⁶⁸. Por otro lado, de no menor importancia resultaría la función orientadora del Derecho de sociedades como instrumento de información de los operadores económicos, condición esencial para el proceso de mejora de las instituciones jurídico-privadas.

Se trataría para un destacado sector de la doctrina norteamericana, de lograr, como afirmaría Melvin EISENBERG, una combinación prudente entre, normas dispositivas subsidiarias (*suppletory rules*) y normas imperativas (*mandatory rules*)²⁶⁹, a través de la adecuada interpretación de los principios normativos que, en definitiva, deberán delimitar cuáles deben ser considerados dispositivos y cuáles imperativos²⁷⁰.

²⁶⁸ Cfr.: para el ámbito europeo, GARRIDO GARCÍA, J.M., “El Informe WINTER...”, cit., p. 113.

²⁶⁹ Véase: EISENBERG, M., “The Structure of Corporation Law”, *Columbia L. Rev.*, Vol. 89, 1989, p. 1461 y ss. y especialmente al concluir, p. 1524, donde se afirma que determinar el balance adecuado entre costes y beneficios del ordenamiento privado y las normas imperativas sería una cuestión de juicio prudente (*prudential judgment*) informado, al mismo tiempo, por “*economic analysis, quantitative data, the insights of psychology, and other empirical propositions*”.

En el mismo sentido: COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate Law: an essay in the judicial role”, en *Columbia L. Rev.*, vol. 89, 1989, pp. 1689 y ss., quien intenta conciliar la visión contractualista de la empresa con la existencia de normas imperativas en el derecho de sociedades.

²⁷⁰ Señala COFFEE, J., *Ibidem*, p. 1621, que ambas teorías (la contractualista y la que denomina, “anticontractualista”) estarían bien y mal. Es decir la innovación contractual podría ser reconciliada con una normativa imperativa estable si se reconociera que dicha normativa no se refiere al contenido sustantivo de reglas concretas sino de control judicial. El control judicial sería el necesario complemento de la libertad contractual, para determinar si existieron abusos o actuaciones oportunistas en la contratación. Concluye el autor que la clave estaría en fijar adecuadamente los límites.

Entre tales principios normativos, quizás el más importante, advierte EISENBERG, estaría aquel que establece que los contratos libremente negociados deben ser ejecutados según sus términos con independencia de que los mismos sean razonables o justos²⁷¹. Sin embargo, explica el mismo autor, este principio perdería gran parte de su fuerza en situaciones en que las partes no se encuentren razonablemente informadas, lo que llevaría al reconocimiento de otro principio general, que determinaría que las personas desinformadas tienden a ser sometidas a “abuso” y las mejor informadas a adoptar conductas oportunistas en perjuicios de las menos informadas²⁷². Allí, como se advirtió anteriormente, el Derecho debería velar por la “libertad real” de los individuos, castigando –imperativamente- las conductas dolosas, cometido que entraría dentro de esas condiciones a ser creadas para que las personas se desarrollen adecuadamente (bien

En España, sobre la necesidad de coexistencia y adecuada coordinación entre la autorregulación y la regulación legal, véase: SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “*Ius publicum-Ius privatum*. Gobierno corporativo y mercado de valores (una lección)”, en *ADC*, vol. 54, 2001, pp. 1029 y ss.; APARICIO GONZÁLEZ, M. L., “Gobierno corporativo: entre el Derecho y la ética empresarial”, en *RDM*, nº 257, 2005, p. 1133.

²⁷¹ EISENBERG, M., “The structure of corporation Law”, cit., p. 1463. El fundamento de este principio –agrega el autor- sería, en primer lugar, que la libre negociación genera, en general, ganancia subjetiva mutua, y, en segundo lugar, que las partes del contrato serían los mejores jueces de sus propios intereses. En consecuencia, la ley que gobierna la estructura de las sociedades debe ser esencialmente habilitadora (*enabling*) y subsidiaria.

²⁷² En tal sentido, sin perjuicio de que esta cuestión será abordada con mayor detalle en un apartado posterior del presente trabajo, cabe señalar que el hecho de que en las sociedades abiertas o cotizadas sea más difícil el acceso a la información (costes de transacción altos), justificaría que las normas reguladoras de dichas sociedades tiendan a ser de carácter más imperativo que las que regulan las sociedades cerradas. La razón de la imperatividad, advierte EISENBERG, M., “The structure of corporation Law”, cit., p. 1474, no sería que los jueces o legisladores “saben” más que los diferentes sujetos que forman la empresa, sino que no resulta jurídicamente aceptable que las partes de un contrato fijen unilateralmente (aprovechando su posición dominante) las condiciones del contrato.

Este tipo de problemas llevó a la doctrina especializada a evaluar la posibilidad de establecer imperativamente la obligación de información –de transparencia-. Al respecto, por todos, véanse los trabajos de COFFEE, J., “Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system”, en *Virginia L. Rew.*, vol. 70, 1984, pp. 717 y ss., y de SELIGMAN, J., “The historical need for a mandatory disclosure system”, en *The Journal of corporation Law*, vol. 9, 1983, pp. 1 y ss.

común)²⁷³. Esta regla, a su vez, se derivaría del principio general de Derecho privado que establece el deber de buena fe en el cumplimiento de los contratos²⁷⁴. No obstante, desde la perspectiva del presente trabajo, dicho objetivo del Derecho de velar por la libertad real de los agentes económicos se conseguiría mediante la aplicación del principio “cumplir o explicar”, no siendo necesaria la interpretación cerradamente imperativa de la normativa societaria en tales casos.

4.4. La función del Derecho y la dimensión ética del gobierno corporativo

Las conclusiones extraídas acerca de la función atribuible al Derecho en el ámbito del gobierno corporativo (prudente equilibrio entre orientación de los agentes económicos a través de la articulación dispositiva de las costumbres mercantiles y, de modo excepcional, protección imperativa de partes contractuales desinformadas o terceros injustamente perjudicados), llevan a plantear el alcance concreto del concepto de “bien común” (conjunto de condiciones necesarias para que cada persona se desarrolle libremente como tal)²⁷⁵ como objetivo primordial del Derecho, concepto jurídico con innegables implicaciones éticas.

²⁷³ En tal sentido, podría coincidirse con EISENBERG, M., “The structure of corporation Law”, cit., p. 1466, cuando señala que debe haber normas imperativas que otorguen poder a los tribunales para anular los pactos negociados en la empresa, necesario para prevenir el oportunismo y proteger las expectativas razonablemente justas.

²⁷⁴ A la misma conclusión llega COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate Law...”, cit., p. 1623, cuando afirma que en el Derecho de sociedades habría un núcleo de normas imperativas entre las que estaría el deber de buena fe y las protecciones ante cláusulas abusivas. Este tipo de normas, en rigor, no perjudicarían la libertad empresarial sino, como fruto del propio mercado, asegurarían su buen funcionamiento.

²⁷⁵ Sobre el concepto de bien común y su relación con el Derecho de sociedades, véase: ARGANDOÑA RAMÍREZ, A., “The stakeholder theory and the common good”, en *Journal of Business Ethics*, vol. 17, 1998, p. 1095, quien citando la definición del Concilio Vaticano Segundo, 1965, n° 26, señala que el bien común puede entenderse como “*the overall conditions of life in society that allow the different groups and their members to achieve their own perfection more fully and more easily*”, (en el mismo sentido aristotélico-tomista de bien común: MARITAIN, J., *La persona y el bien común*, Edición Club de lectores, Buenos Aires, 1968).

Sin perjuicio de que el análisis del concepto de bien común escapa a los objetivos del presente trabajo, correspondería advertir brevemente que el objeto del Derecho no sería que el hombre se realice siendo justo, sino –más modestamente- que se respete el derecho de cada persona, que se dé a cada uno lo suyo (justicia)²⁷⁶. La ética, por su parte, sería la ciencia que estudia la bondad o maldad de los actos en relación a la naturaleza humana. A diferencia del Derecho, se ocuparía de estudiar y establecer el “bien y el mal” y, a tales efectos, de desarrollar normas que distinguen el actuar humano bueno del malo. Ahora bien, su sistema normativo no sería considerado coercitivo, como el jurídico (en el que las normas dirigidas a velar por el bien común –el conjunto de condiciones necesarias para el desarrollo personal- tendrían alcance imperativo)²⁷⁷, sino que se limitaría a orientar al bien a las personas que libremente buscan actuar moralmente²⁷⁸, en el entendido que tal actuación moral las conduciría al mejor desarrollo y perfección como personas y, en definitiva, los acercaría a la felicidad, fin último de todo ser humano.

En otros términos, las normas éticas estarían llamadas a influir en la actuación libre de las personas. Actuar éticamente sería, en primer lugar, actuar libremente. Si la persona actúa obligada, no por convicción, no estaría actuando éticamente²⁷⁹. En rigor, podría decirse incluso que ni siquiera estaría “actuando”.

²⁷⁶ Cfr.: HERVADA, J., “La distinción entre moral y Derecho en la perspectiva del realismo clásico”, en *Anales de la cátedra Francisco Suárez*, nº 28, Granada, 1988, p. 300.

²⁷⁷ El límite fundamental a la libertad empresarial, elemento clave de la dignidad humana, sería el “bien común”, criterio jurídico básico de regulación (al respecto, véase el trabajo de PAZ-ARES, C. y ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Un ensayo sobre la libertad de empresa”, cit., pp. 5971 y ss.)

²⁷⁸ Cfr.: PEINADOR NAVARRO, A., *Tratado de moral profesional*, B.A.C., Madrid, 1969, p. 11 y ss., quien afirma que la moral es una realidad que resultaría del ejercicio de la libertad humana y que allí donde el hombre no actúa libremente no puede producirse una acción moral o inmoral. El objeto material de la ética, explica, por su parte, CHAFUEN, A., *Economía y ética, Raíces cristianas de la economía de libre mercado*, Rialp, Madrid, 1991, p. 40, sería el acto humano libre y racional, estudiado desde el punto de vista de la bondad o maldad de las acciones (objeto formal de la ética).

²⁷⁹ Cfr.: DE LA CUESTA RUTE, J.M., “Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación”, cit., p. 92.

En consecuencia, podría sostenerse que en el ámbito empresarial-societario, la ética tendría, entonces, influencia decisiva en el momento precontractual. Sería en el momento de negociar cada uno de los contratos que conforman la red que constituye la empresa en que, cada uno de los sujetos que participan en ella, podrían plantearse el carácter ético de las cláusulas contractuales a ser pactadas. Así, por ejemplo, un empresario capitalista al contratar empleados, además de considerar su capacidad de obtener un precio bajo por el trabajo a contratar en un escenario de crisis económica con gran oferta de mano de obra, podría contemplar las consecuencias éticas de las cláusulas, fijándose en si el salario resulta suficiente para la manutención de la familia del empleado, si el horario le permite conciliar su vida laboral y familiar, etc.

En el mismo sentido, la ética también podría jugar un papel importante al momento de establecer contractualmente la estructura del gobierno corporativo de la sociedad y de la participación de los diferentes *stakeholders* en los órganos de decisión societaria. Así, junto al poder que unos u otros tienen fruto de su capacidad negociadora, aparecería la ética como elemento que las partes pueden libremente contemplar para organizar la sociedad, en el convencimiento de que tales pautas de conducta conducirán al mejor desarrollo de cada persona, lo que, en definitiva, redundará en beneficio de toda la empresa.

En consecuencia, las reglas de conducta derivadas de la llamada “responsabilidad social corporativa” –inevitablemente vinculadas a la ética– deberían considerarse, en todo caso, de adopción voluntaria. Ni la ética ni la eficiencia económica deberían imponerse, sino educarse. Sus objetivos se conseguirían en la medida en que las partes libremente descubriesen las bondades de su implementación. En esta labor, los documentos de buen gobierno corporativo (*soft Law*) podrían desempeñar un papel fundamental, informando acerca de las ventajas o beneficios de la “buenas prácticas”.

En otros términos, “la verdad no se impone sino por virtud de sí misma”²⁸⁰. No sería función del Derecho distinguir y consagrar, en todo

²⁸⁰ JUAN PABLO II, en *Mensaje para la celebración de la XXIV Jornada mundial de la Paz*, enero de 1991 (puede encontrarse publicado en: www.vatican.va/holy_father/john_paul_ii/messages/peace/), apartado I.

caso, el bien y el mal (ética), sino solamente contribuir a establecer las condiciones necesarias para que cada persona se desarrolle libremente como tal (bien común), protegiendo imperativamente, de forma subsidiaria, solamente las cuestiones innegociables e indispensables para garantizar la paz social, sobre la base de la “dignidad humana”²⁸¹, fundamentalmente la vida y la libertad²⁸².

²⁸¹ Considerando que el concepto de dignidad humana también escapa a los objetivos de la investigación, para su delimitación, corresponde remitirse a los trabajos de: SERNA, P., “La dignidad de la persona como principio de Derecho Público”, en *Derechos y libertades, Revista del Instituto Bartolomé de las Casas*, ene-jun. 1995, pp. 287 y ss., quien sostiene que “ni siquiera la justicia posee la ultimidad fundamentadora de la dignidad”. En este sentido, el autor recuerda, el parágrafo 1.1. de la Ley fundamental de Bonn de 1949, que consagra la dignidad de la persona como primer principio constitucional y el artículo 10.1 CE que califica a la dignidad de la persona como “fundamento del orden político y de la paz social”. La dignidad, agrega SERNA, constituye “el fundamento del carácter valioso de la libertad, del deber de proteger aquellos despliegues suyos en que consisten la mayoría de los derechos” (p. 294); GONZÁLEZ PÉREZ, J., *La dignidad de la persona*, Madrid, Civitas, 1986, pp. 87 y ss., quien analiza la influencia del principio de dignidad en el derecho español como fundamentador del orden jurídico, orientador de su interpretación, base de su integración en caso de lagunas y determinante de normas de conducta y límite al ejercicio de derechos; la STC, de 11 de abril de 1985 [RTC 1985/53], en la que el Tribunal Constitucional afirma que “junto al valor de la vida humana y sustancialmente relacionado con la dimensión moral de ésta, nuestra Constitución ha elevado también a valor jurídico fundamental la dignidad de la persona...”.

Respecto de la aplicación del concepto en el ámbito empresarial: PÉREZ LÓPEZ, J.A., *Fundamentos de la Dirección de Empresas*, Rialp, Madrid, 2000, pp. 28 y ss., donde se afirma que “si tuviéramos que expresar el objetivo único de una institución, diríamos que éste es la *satisfacción futura* de las personas que la componen” y FERNÁNDEZ DUARTE, J.C., *El bien común como finalidad de la empresa: una perspectiva desde la libertad*, Universidad de Navarra, Pamplona, 2009.

²⁸² Cfr.: HAYEK, F., *Derecho, legislación y libertad*, tomo II, cit., pp. 7 y ss., quien señala que el mayor bien que puede proporcionar el gobierno a la sociedad no es la satisfacción directa de necesidades individuales, sino la “creación de un conjunto de condiciones en base a las cuales los individuos pueden ocuparse de la satisfacción de las mismas”. En el mismo sentido: OLLERO, A., *Democracia y convicciones...*, cit., p. 14 y ss.; HERVADA, J., “La distinción entre moral y Derecho...”, p. 302; CACHANOSKY, J., “Economía, Derecho y el análisis económico del Derecho”, en <http://www.hacer.org/pdf/Cachanosky00.pdf>, quien afirma que la función del Estado en la sociedad es simplemente intentar garantizar que no se entablen “relaciones compulsivas”, en el mercado. Para el autor, Derecho y economía serían dos caras de la misma moneda. El mercado no sería otra cosa que el intercambio de derechos de propiedad, lo que requeriría contratos y un sistema legal que facilite o entorpezca dichos contratos.

Las normas de *soft Law* y las legales que pretendan reflejar las normas éticas que consideren adecuadas para el gobierno corporativo, por tanto, de ninguna manera pueden considerarse imperativas *strictu sensu*. Sin embargo, en tales casos, la aplicación del principio *comply or explain* podría llegar a aceptarse en la medida en que obligar a sus seguimiento, lograrían que las sociedades se planteen o cuestionen la conveniencia de dichas normas y, en su caso, informen al mercado acerca de las razones que la indujeron a la sujeción a normas alternativas²⁸³.

En esta perspectiva parece inspirarse la noción de la dimensión ética del gobierno corporativo señalada en el Informe ALDAMA²⁸⁴, cuando en su último párrafo llama la atención sobre la necesidad de que los diferentes sujetos que participan en la gran empresa se comporten éticamente, tanto en el ámbito de la libertad empresarial como en el cumplimiento de las normas legales que en cada momento les sean aplicables. Sólo de este modo, concluye el Informe, se “puede lograr el equilibrio y la tutela efectiva de los distintos intereses concurrentes”. Es decir que, en definitiva, la clave para el desarrollo exitoso de las grandes sociedades rentables, no pasaría por la regulación jurídica a la que se las someta, sino, fundamentalmente, por el

²⁸³ Cfr.: STEENO, A., “Corporate governance: Economic analysis of a «comply or explain» approach”, cit., pp. 396 y ss., quien sostiene que el “comply or explain” constituiría una aplicación del *approach* contractual. No habría, desde esta perspectiva, un gobierno corporativo “correcto” y otro “equivocado” aplicable a todas las sociedades de capital.

Considerando que, de acuerdo a la *Capital market theory*, la información relativa a las sociedades se ve reflejada en el precio de sus acciones, se entiende que la obligación de informar acerca del cumplimiento de las normas de gobierno corporativo, llevará a una más adecuada –ajustada a la realidad– formación del mismo. Como al *management* le preocupará seriamente el precio de las acciones de la sociedad administrada (por su incidencia en la financiación de la empresa y los posibles *takeovers* en los que se puedan llegar a ver involucrados), pondrán los medios para cumplir las normas o justificar razonablemente las razones que llevaron a no ajustarse a ellas. Advierte STEENO, A., *Ibidem*, p. 399, que solamente elegirán no cumplir cuando puedan brindar una “buena” explicación.

²⁸⁴ Publicado, por expresa solicitud del gobierno español, por la “Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los Mercados y en las sociedades cotizadas”, presidida por D. Enrique de ALDAMA y MIÑÓN, el 8 de enero de 2003.

comportamiento ético de las personas que la integran²⁸⁵, objetivo cuyo logro se presenta difícil y a largo plazo. Su consecución no puede ser impuesta sino a través de la difusión de sus indudables bondades y la fuerza de convicción de la argumentación racional²⁸⁶.

²⁸⁵ Cfr.: ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á, “Escándalos económicos. Sus enseñanzas”, en *El Notario del siglo XXI*, n° 9, 2006, quien gráficamente concluye que “al final, como siempre, sin ética —individual y colectiva—, siempre tendremos escándalos entre nosotros, como siempre tendremos pobres”.

²⁸⁶ En esta línea parecen ir, entre otras, las recientes investigaciones del acreditado economista JENSEN, M., “Integrity: without it nothing works”, en *Harvard NOM Research Paper*, n° 10-042, 2009, donde el autor subraya la importancia de la integridad para el desarrollo exitoso de la empresa.

CAPÍTULO II

FOR WHOM ARE CORPORATE MANAGERS FIDUCIARIES²⁸⁷: LA CUESTIÓN DEL INTERÉS SOCIAL

1. PLANTEAMIENTO

La regulación y control de la actuación de los administradores de sociedades se enfrenta ineludiblemente con la cuestión del interés social. Para juzgar su conducta, así como para establecer pautas claras y objetivas para su gestión, resulta necesario determinar previamente cuáles son los fines e intereses que deben regir e inspirar sus decisiones²⁸⁸. Como señala el destacado profesor de la Universidad de Oxford, Paul DAVIES, sostener simplemente que los deberes fiduciarios se deben a la sociedad no respondería realmente a la pregunta planteada a menos que se especifiquen los grupos de interés que forman parte de ella²⁸⁹. La cuestión clave sería, entonces, determinar qué implica decir que los administradores deben actuar fiduciariamente en interés de la sociedad²⁹⁰. Esto es, en definitiva, establecer

²⁸⁷ Paráfrasis del título de los trabajos de BERLE, A., “For whom are corporate managers trustees”, cit., pp. 1365 y ss. y DODD, E. M., “For whom are Corporate Managers Trustees?”, cit., pp. 1145 y ss.

²⁸⁸ Como explicaban BERLE, A. y MEANS, G., *The modern corporation and private property*, cit., p. 333, “the greatest is the question in whose interests should the grate quasi-public corporations (now representing such a large proportion of industrial wealth) be operated”. En el mismo sentido, QUIJANO GONZÁLEZ, J. y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad. En particular, los conflictos de interés y las operaciones vinculadas”, en AA.VV., *Derecho de Sociedades anónimas cotizadas*, vol. II, Rds, Aranzadi, Navarra, 2006, p. 954, consideran que si los deberes fiduciarios impuestos a los administradores tienen por objetivo principal evitar los conflictos de interés entre el personal de los administradores y el de la sociedad, no quedaría más opción que determinar en qué consiste el interés social; LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit., p. 41, advierte que si la finalidad de los deberes fiduciarios es evitar las situaciones de conflicto de interés, resulta evidente que debe establecerse cuál es el interés que debe prevalecer en los conflictos.

²⁸⁹ DAVIES, P., *Introduction to Company Law*, Oxford University Press, New York-Oxford, 2010, p. 153.

²⁹⁰ GOWER, L.C.B., *Gower’s principles of modern company Law (1957)*, Sweet & Maxwell, Londres, 1992, p. 554.

en qué consiste el interés social (aspecto objetivo o material) y cuál debe ser el procedimiento para su determinación (aspecto formal)²⁹¹.

Corresponde señalar sin embargo que, como ha advertido la doctrina²⁹², el análisis de la cláusula del interés social resulta seriamente problemático en la medida en que, siendo un concepto jurídico indeterminado, ha constituido una suerte de válvula de escape a través de la cual las distintas corrientes político-económicas han intentado ingresar en la estructura de la sociedad de capital, lo cual, si por un lado contribuiría a enriquecer el estudio del concepto, por otro, al evidenciarse una notoria falta de acuerdo en torno a su alcance y contenido, introduciría un delicado problema a la hora de establecer orientaciones precisas capaces de promover el buen gobierno de las sociedades de capital²⁹³.

La cuestión en torno a *for whom corporate managers are fiduciaries*, que da título al presente apartado y que refleja en gran medida la problemática jurídica que representa el concepto de interés social, se planteó decididamente tanto en el derecho norteamericano como en el europeo a partir de los primeros años del siglo XX. En el ámbito anglosajón

²⁹¹ Es que, como señala EMBID IRUJO, J.M., “Apuntes sobre los deberes de fidelidad y lealtad de los administradores de las sociedades anónimas”, en *CDyC*, nº 46, 2006, p. 14, los deberes fiduciarios de los administradores no serían más que concreciones de la obligación básica de realizar el interés social. Los deberes generales de diligencia y lealtad encontrarían en el interés social su razón esencial de ser. En el mismo sentido, LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit. pp. 41 y ss., parte de la base de que la obligación de perseguir el interés de la sociedad en el desempeño del cargo está implícita en los deberes de diligencia y lealtad.

²⁹² GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades Anónimas*, cit., pp. 23-24; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Civitas, Madrid, 1973, p. 338; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en el Derecho de sociedades*, cit., pp. 114-115; VÁZQUEZ ALBERT, D., “El conflicto entre mayoría y minoría en la exclusión del derecho de suscripción preferente”, en *CDyC*, nº 26, 1998, pp. 178 y ss.; PÉREZ CARRILLO, E., “Gobierno corporativo en la Unión Europea. Evolución conceptual y de método”, en *RDM*, nº 257, 2005, p. 1049.

²⁹³ Cfr.: ALONSO LEDESMA, C., “El Buen Gobierno de las sociedades en Europa”, cit., p. 152. Al respecto, véase también el trabajo de ROE, M., *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*, Oxford University Press, New York-Oxford, 2003 y de HENDERSON, T., “Two visions of corporate Law”, en *The George Washington L. Rev.*, vol. 77, 2009, pp. 708 y ss.

americano, la discusión que suscitó el concepto en relación con los deberes de los administradores se encontró, por primera vez, bien retratada en los destacados trabajos de E. Merrick DODD²⁹⁴, por un lado, y Adolf BERLE²⁹⁵, por otro, publicados en el nº 45 de la *Harvard Law Review*, de 1931-1932, en los que ya se encuentran presentes los principales términos de la polémica entre los dos grandes paradigmas -contractualista e institucionalista- que, con diferentes matices, conciben el interés social de las grandes sociedades de capital y constituyen un buen punto de partida del análisis²⁹⁶. Por su parte, la evolución del pensamiento jurídico europeo en torno al concepto de interés social de la primera mitad del siglo XX se encuentra bien sintetizada en el trabajo, de obligada consulta también, de Pier Giusto JAEGER, *L'interesse sociale*, publicado en 1964, donde se recoge una completa reseña de la evolución de las teorías institucionalistas²⁹⁷ y contractualistas²⁹⁸ hasta la fecha de su publicación, una crítica de ambas y un intento de conciliación de las diferentes perspectivas²⁹⁹.

²⁹⁴ DODD, E. M., “For whom are Corporate Managers Trustees?”, cit., pp. 1145 y ss.

²⁹⁵ BERLE, A., “For whom are corporate managers trustees”, cit., pp. 1365 y ss.

²⁹⁶ Véase también el trabajo de UHLMAN, R., “The legal status of corporate directors”, en *Boston U. L. Rev.*, nº 19, 1939, pp. 12 y ss.

Además, un planteamiento más reciente del destacado debate DODD-BERLE, en el ámbito norteamericano, puede encontrarse en SOMMER, Jr., A., “Whom should the corporation serve? The BERLE-DODD debate revisited sixty years later”, en *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 16, 1991, pp. 33 y ss.

²⁹⁷ JAEGER, P.G., *L'interesse sociale*, Dott. A. Giuffré, Milano, 1964, pp. 13 a 83. Sostiene el autor italiano que el elemento distintivo común del amplio espectro de teorías institucionalistas existentes sería considerar que son titulares del interés social sujetos diversos de los accionistas (p. 14). Realiza un análisis minucioso de la evolución de la teoría en el ámbito alemán (la teoría de la “*Unternehmen an sich*”), describe la influencia en el ámbito jurídico de las ideas de RATHENAU, considerado el fundador de la teoría institucionalista alemana; expone la evolución de la teoría de la “*Person in sich*”, las contribuciones de HAUSSMANN (confluencia de diversos intereses), así como el reflejo de estas teorías en la legislación societaria en dicho país. Posteriormente menciona la influencia de las ya mencionadas ideas de DODD; de DRUCKER, quien proponía concebir a la gran empresa como un organismo independiente y soberano, y de la teoría del “*corporate constitutionalism*”. Además, menciona brevemente la presencia de la teoría institucionalista en Francia, España e Italia.

²⁹⁸ JAEGER, P.G., *L'interesse sociale*, cit., pp. 85 a 114. Advierte el autor de la existencia de una gran variedad de teorías que pueden calificarse de contractualistas, que tendrían en común la definición del interés social como el interés colectivo de los accionistas, interés

Seguidamente, sin ánimo de reproducir el análisis jurídico realizado por la abundante doctrina que hasta el momento ha abordado el tema, se establecen los principales rasgos de la evolución de las teorías que respecto del interés social se han tradicionalmente enfrentado y que, según las tendencias políticas y económicas predominantes en cada tiempo y lugar, alternativamente han logrado verse reflejadas en la regulación societaria de los diferentes ordenamientos de Derecho comparado³⁰⁰. Posteriormente, se expone un análisis crítico de los paradigmas en pugna para luego, a partir del mismo, aproximarnos a una formulación de la cláusula de interés social capaz de cumplir adecuadamente su función de guía de la actuación de los administradores de sociedades de capital y que, al mismo tiempo, respete el papel que el Derecho está llamado a desempeñar en el ámbito del gobierno corporativo.

“típico” del accionista, diferenciable del interés particular o extrasocial del socio. Además, se refiere a los diferentes matices que esta interpretación del interés social habría sufrido (interés del socio actual, del socio medio, del socio eventual), las que habrían conducido a la formulación del concepto vinculada a la “maximización del beneficio empresarial”. Asimismo, describe y critica la concepción contractualista que identifica el interés social con el resultado del voto en las juntas de accionistas, la teoría que lo concibe como límite a la libertad del accionista que lleva al reconocimiento de la nulidad de las decisiones de la junta por mala fe contractual, la tesis que vacía de contenido el concepto de interés social reduciéndolo a las limitaciones a la libertad establecidas en la ley, etc.

²⁹⁹ JAEGER, P.G., *L'interesse sociale*, cit., pp. 115 y ss.

³⁰⁰ El análisis del Derecho comparado, se llevará a cabo teniendo en cuenta que, como advierte MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital (art. 135 LSA)*, Marcial Pons, Madrid, 2005, p. 42, parafraseando a LARENZ, la utilidad de la investigación jurídica-comparada radicaría en que las soluciones de un ordenamiento positivo contienen, en muchos casos, respuestas a problemas generales que se producen en términos semejantes en la mayor parte de los países.

2. ESTADO DE LA CUESTIÓN

2.1. Oposición de paradigmas

2.1.1. *Perspectiva institucionalista*

Afirmaba Merrick DOOD, en el marco del debate intelectual anteriormente referido, que la opinión pública –la que, en definitiva, “crearía” el Derecho- habría avanzado hacia la concepción de la sociedad de capital como una “institución económica, independiente de sus socios”, con una función “social” superior a la “*profit-making function*”³⁰¹. Señalaba también que el negocio de las sociedades sería “permitido” y “protegido” por el Derecho, fundamentalmente, por el servicio que presta a la comunidad, no por el beneficio que otorga a sus propietarios. La gran empresa sería, para el autor, una entidad de interés público y los bienes empleados en la sociedad sólo serían propiedad privada en un “sentido especial” (*qualified sense*)³⁰², compatible con su carácter institucional.

El desarrollo de la mencionada *public opinion* que promocionaría la responsabilidad de la sociedad-institución ante sus empleados y clientes tendería a afectar la conducta del *management* dirigiéndolo hacia un “tipo mejor” de empresario. El principal objetivo del Derecho positivo pasaría a ser el de mantener a aquellos empresarios (rezagados) que no adquirieran naturalmente el “nuevo espíritu empresarial” dentro de los estándares que sus competidores más aplicados adoptasen voluntariamente (evitando así problemas de *free raiders*).

³⁰¹ DOOD, M., “For whom are corporate managers trustees?”, cit., pp. 1147-1148.

Explica FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad...*, cit., p. 56 que esta teoría partiría de los cambios estructurales que sufrió la empresa social, fundamentalmente en lo que se refiere a la distinción entre los conceptos de interés de la sociedad y de interés de los socios, como consecuencia del conflicto entre el interés de los accionistas empresarios, accionistas inversores y accionistas especuladores. Dicha situación habría llevado a una objetivación del concepto de interés social.

³⁰² DOOD, M., “For whom are corporate managers trustees?”, cit., pp. 1149. Explica luego el autor (p. 1162) que dicho “*qualified sense*” permitirá a la comunidad social demandar que la sociedad sea administrada de manera que se salvaguarden los intereses de quienes se relacionan con ella, incluso aunque el derecho de propiedad de sus dueños se vea afectado.

Administrar la gran sociedad de capital se convertiría, de este modo, en una “profesión de interés público”, no necesariamente como consecuencia de la imperatividad legal, sino porque a dicha noción habría arribado la evolución de la opinión pública³⁰³. Para probar la existencia de ese “nuevo espíritu empresarial”, DODD citaba la opinión de Owen D. YOUNG -CEO de la General Electric-, quien, respecto a la cuestión, sostenía que la sociedad debería guiarse por el interés público, cumpliendo con sus obligaciones como haría cualquier buen ciudadano³⁰⁴.

En definitiva, DODD sostenía que no puede tratarse a la sociedad como un mero “agregado de accionistas”. La sociedad sería, en cambio, una entidad legal autónoma, distinta de sus socios. En tal sentido, consideraba a los administradores fiduciarios de la sociedad como institución, no de sus socios.

Ciertamente, la tesis institucionalista de interés social sintetizada en el trabajo de DODD, surge de una noción “social” del mercado que atribuye al Derecho la función de ordenar las relaciones privadas de las personas (que no siempre actuarían de manera racional, adecuada o equitativa) y a las diversas instituciones sociales de acuerdo a una serie de “valores sociales racionales”³⁰⁵. Como consecuencia de esta interpretación funcional del Derecho, se sostiene que las sociedades de capital deben tener por objetivo no solamente el beneficio exclusivo de sus socios –“individualismo contractualista”-, sino la realización del interés “objetivo e independiente” de la institución societaria, interés que implicaría contemplar también el interés de los demás *stakeholders* vinculados a la empresa societaria y, en definitiva, el de la comunidad social en su conjunto. Dicho objetivo justificaría, además, de resultar conveniente, la regulación imperativa de la organización estructural de las sociedades³⁰⁶, que constituirían la forma jurídica de las empresas.

³⁰³ *Ibidem*, p. 1153.

³⁰⁴ *Ibidem*, p. 1154.

³⁰⁵ Al respecto, véase el apartado 4.1 de la Parte Primera del presente trabajo.

³⁰⁶ Al respecto, véanse los comentarios de DUQUE DOMÍNGUEZ J., *Tutela de la minoría: Impugnación de acuerdos lesivos (art. 67 L.S.A.)*, Secretariado de Publicaciones Universidad de Valladolid, 1957, pp. 78 y ss.; ALBORCH BATALLER, C., *El derecho de voto*

De acuerdo a esta perspectiva, la experiencia habría demostrado que las fuerzas del mercado distribuidas desigualmente entre los diferentes *stakeholders* tenderían a incrementar las desigualdades llevando a incrementar el poder de los más fuertes en una suerte de círculo vicioso en perjuicio de los más débiles³⁰⁷. En este contexto, las normas imperativas aparecerían como un elemento necesario para restablecer el equilibrio entre las distintas partes que participan en la empresa

i) *Interés de la “empresa en sí”*

La doctrina institucionalista tradicional propone concebir normativamente a la empresa societaria como un sujeto de derecho autónomo, con un interés independiente y trascendente al interés de sus socios capitalistas (teoría del interés “de la empresa en sí”³⁰⁸), al cual todos los grupos de interés deberían fidelidad³⁰⁹. Dicho interés consistiría en el

del accionista, Tecnos, Madrid, 1977, pp. 86 y ss.; GIRÓN TENA, J., “Sobre las características generales desde los puntos de vista político – jurídico y conceptual de los problemas actuales en torno a la empresa”, cit., pp. 281 y ss.; ESTEBAN VELASCO, G., *El poder de decisión en las sociedades anónimas...*, cit., p. 584; ALONSO UREBA, A., “Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores de una sociedad anónima”, en *RDM*, nº 198, 1990, pp. 639 y ss.; VÁZQUEZ ALBERT, D., “El conflicto entre mayoría y minoría en la exclusión del derecho de suscripción preferente”, cit., pp. 179-180.

³⁰⁷ Así, recientemente GALANIS, M., “Vicious spirals in Corporate Governance: Mandatory rules for Systemic (Re)Balancing”, en *Oxford Journal of Legal studies*, nº 31, 2011, pp. 1 y ss.

³⁰⁸ Esta teoría fue desarrollada principalmente por la doctrina alemana (*Unternehmen an sich*) y recogida por la legislación societaria del denominado tercer *Reich* de 1937. Su origen se atribuye al empresario Walter RATHENAU, de principios del siglo XX, quien explicaba su posición mediante el célebre ejemplo de la empresa de navegación en la que consideraba que la función de los administradores consistiría “más que en distribuir dividendos, en hacer que los barcos naveguen por el Rin” (véase: RATHENAU, W., “La realtà delle società per azioni”, en *Riv. Soc.*, 1960, pp. 918 y ss.), y desde el punto de vista jurídico, GIERKE, O., *Deutsches privatrecht*, vol. I, Leipzig, 1895, pp. 59 y ss., quien proponía la “teoría de la realidad” de la personalidad jurídica de la sociedad anónima. En la misma línea, desde la perspectiva económica, KEYNES, J.M., “The end of *laissez-faire*”, discurso en la Universidad de Munich, 1926, que puede encontrarse publicado en <http://www.panarchy.org/keynes/laissezfaire.1926.html>.

³⁰⁹ Véase, en España, por todos, la reciente síntesis de la teoría institucionalista que expone PÉREZ CARRILLO, E., *La administración de la sociedad anónima...*, cit., p. 65, al concebir al

desarrollo exitoso del proyecto empresarial de la institución. Como consecuencia de ello, se sostiene además, que toda la legislación societaria debería interpretarse desde esta premisa³¹⁰, anteponiendo el interés de la empresa societaria a los intereses particulares de los socios.

ii) *Equilibrio de los intereses presentes en la empresa*

En atención a la crítica contractualista que señalaba que no correspondería atribuir interés propio a un “*místico*” –a la ficción jurídica³¹¹– como lo sería la sociedad de capital³¹², la evolución de la teoría institucionalista alemana llevó a concebir la empresa como un “organismo viviente” en el que confluirían diversos sujetos (los *stakeholders*), titulares de un interés común. Tal interés resultaría de la suma, equilibrio o unidad de

interés social como aquel interés preciso y directo de la sociedad, como ente diferenciado de los socios, sin perjuicio de que la protección de la persona jurídica termine beneficiando indirectamente a los accionistas y demás *stakeholders*. Esta posición, además, ha sido recogida por el Informe de Gobierno Corporativo francés de 1995 (VIENOT I) donde se concibe al interés social como el “interés superior de la persona jurídica, considerada como un agente económico independiente, con fines propios, distintos de los de sus accionistas, trabajadores, acreedores [...], consistente en la prosperidad y continuidad de la sociedad” (Ap. I.1.).

³¹⁰ Así, por ejemplo, en España, ARROYO MARTÍNEZ, I., “Reflexiones en torno al interés social”, cit., pp. 1852 y ss., sostiene que los acuerdos sociales no son necesariamente válidos porque así lo resuelva la mayoría –o incluso la unanimidad– en la medida en que el interés social constituiría un “valor jurídico superior” a la mayoría, que debe ser establecido por el Juez, como órgano supremo de convivencia, en cada caso concreto. Argumenta el autor que cuando los socios constituyen la sociedad dan nacimiento a una persona jurídica (con nombre, domicilio, nacionalidad, patrimonio), con capacidad de relacionarse con independencia y de dar lugar a relaciones laborales que pasan a formar parte de la empresa (objeto social), por lo que debe ser respetada en su integridad y, en consecuencia, no puede ser disuelta sin más, por la voluntad de los socios.

³¹¹ Según la concepción de FERRARA, F., *Teoria delle persone giuridiche*, Napoli-Torino, 1915, pp. 331 y ss., la persona jurídica no sería más que una forma jurídica existente para facilitar la consecución de los fines sociales.

³¹² Observación atribuida a NUSSBAUM, A., “Zur neueren Entwicklung der Lehre von Unternehmen”, en *Beiträge zum Wirtschaftsrecht (Festgabe für Heymann)*, Berlin-Marburg in Hessen, II, 1931, pp. 502 y ss., según cita de JAEGER, P.G., *L' Interesse Sociale*, cit., p. 25.

los intereses individuales de todos los sujetos que participan de la actividad de la empresa³¹³.

El interés de la empresa, unidad productiva definidora del objeto de la sociedad de capital³¹⁴, vendría a constituir el conducto a través del cual ingresarían los intereses de los diferentes *stakeholders* en la cláusula de interés social³¹⁵. Para lograr el adecuado desarrollo de la empresa se

³¹³ HAUSSMANN, F., “Gesellschaftsinteresse und Interessenpolitik in der Aktiengesellschaft”, en *Bank-Archiv*, 1930, p. 64 y ss., según referencias bibliográficas de JAEGER, P.G., *L’ Interesse Sociale*, cit., p. 34. En España, véase: RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, J.M., *El gobierno de la empresa, un enfoque alternativo*, Akal, Madrid, 2003, quien denomina *empresa stakeholder* a la organización que, al realizar su objeto, pretende satisfacer las necesidades de los diferentes grupos que la integran y de los cuales depende para su supervivencia; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., GARCÍA-PITA, D. y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, A., “Responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en la esfera jurídica-societaria”, en AA.VV., *Responsabilidad de consejeros y altos cargos de sociedades de capital*, McGraw-Hill, Madrid, 1996, p. 16, quienes afirman que los administradores estarían obligados a promover la realización del interés social teniendo presente no solamente el “interés común de los socios”, sino los intereses de los trabajadores y los intereses de la economía en general. Asimismo, en EE.UU, véase GREENFIELD K., “Reclaiming Corporate Law in a New Gilded Age”, cit., pp. 23 y ss., uno de los más destacados autores del institucionalismo norteamericano actual, quien propugna el “*stakeholder governance*”; BOATRIGT, J., “Fiduciary duties and the shareholder-manager relation: or, what so special about shareholders?”, en *Business Ethics Quarterly*, vol. 4, nº 4, 1994, pp. 395-396, quien afirma que ninguno de los argumentos planteados por los defensores de la teoría contractualista son capaces de fundamentar adecuadamente la exclusiva protección de los accionistas a través de los deberes fiduciarios.

³¹⁴ La empresa sería concebida como una organización unitaria de capital y trabajo, formada por los sujetos que colaboran en ella en calidad de emprendedores, financiadores, administradores o trabajadores subordinados, y en la cual convergen intereses que trascienden los intereses individuales de cada uno de ellos. Partiendo de esta noción, se propone distinguir los conceptos de empresa y sociedad. Para algunos institucionalistas, mientras la sociedad se caracterizaría por constituir una organización de intereses comunes (el interés de los socios), sería propio de la empresa concentrar intereses diversos. Para otros, no sería posible una separación drástica de los conceptos de empresa y sociedad (al respecto, véase la reseña bibliográfica presentada por JAEGER, P.G., *L’ Interesse Sociale*, cit., pp. 49 y ss.).

³¹⁵ EMBID IRUJO, J.M., “La responsabilidad social corporativa ante el Derecho Mercantil”, en *CDyC*, nº 42, 2004, p. 16.

requeriría contemplar los diferentes intereses presentes en ella, en la medida en que tales grupos constituirían, en su conjunto, la empresa misma³¹⁶.

En función del contenido que se sugiere otorgar a la cláusula de interés social (equilibrio de los intereses presentes en la empresa), la perspectiva institucionalista aconsejaría la participación de representantes de intereses ajenos al de los socios –particularmente de los trabajadores– en los órganos de administración societaria (aspecto formal del concepto) para garantizar que las decisiones, efectivamente, se adopten en interés de la sociedad-institución: “modelo de *governance* no solamente funcional, sino también, estructuralmente plural”³¹⁷. En efecto, la relación administrador-sociedad, que implicaría procurar satisfacer equilibradamente los intereses de todos los *stakeholders* y, al mismo tiempo, brindar un servicio social a la comunidad en la que la sociedad actúa³¹⁸, tendría más probable

³¹⁶ Cfr.: POLO DÍEZ, A., “Empresa y sociedad en el pensamiento de Joaquín Garrigues...”, cit., pp. 346 y ss.

³¹⁷ Según la terminología utilizada por ESTEBAN VELASCO G., “Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa (algunas consideraciones desde una perspectiva jurídico-societaria)”, en AA.VV., *Responsabilidad social corporativa, aspectos jurídico-económicos*, Publicaciones de la Universitat Jaume I, Castello de la Plana, 2005, pp. 20 y ss.

Este modelo es parcialmente seguido, como se verá, por la legislación societaria alemana, en la que se prevé que, en determinados casos, representantes de los trabajadores formen parte del “Consejo de Vigilancia” de las sociedades. Asimismo, es reconocida por el régimen de la Sociedad Anónima Europea (véase: ESTEBAN VELASCO, G., “Implicaciones de los trabajadores de la sociedad anónima europea en la Ley 31/2006 de transposición de la Directiva europea”, *RDBB*, nº 105, 2007, pp. 180 y ss.), a través del cual, también la legislación española estaría reconociendo la posibilidad de estructurar órganos de administración plurales. Según explica GALGANO, F., “El desplazamiento del poder en las sociedades anónimas europeas”, en AA.VV. *Estudios jurídicos sobre la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 1995, p. 67, para la concepción institucionalista, otra posible solución sería adjudicar la gestión de la sociedad a un órgano de administración integrado por personas independientes de los socios, capaces de evaluar sin presiones las necesidades de la sociedad.

³¹⁸ Así: DODD, M., “For whom are corporate managers trustees?”, cit., pp. 1145 y ss.; DRUCKER, P., *Concept of Corporation*, New York, John Day Co., 1946, pp. 231 y ss., afirma que el fin de la *corporation*, más que en la generación de beneficio, estaría en ser instrumento de desarrollo económico de la comunidad; en España, GARRIGUES, J., *Nuevos hechos...*, cit., pp. 58-59, explica que en “la sociedad anónima moderna destaca cada día más su *carácter institucional*, cosa que implica una cierta debilitación de la responsabilidad

cumplimiento si dichos intereses se encontraran formalmente representados en el órgano de administración³¹⁹. Esta solución parecería particularmente razonable en el caso de las grandes sociedades de capital, en las que el poder y aportación de los *shareholders* se vería sensiblemente disminuido o licuado frente a la contribución de otros *stakeholders* que, como consecuencia, reclamarían su participación en las decisiones sociales³²⁰. En otros términos, se entiende que quienes aportan recursos a la empresa, con independencia de la naturaleza que los mismos tuvieran, deberían tener legitimación para que su interés sea contemplado al adoptarse las decisiones sociales³²¹.

En todo caso, una vez designados, los administradores, con independencia de quien los hubiera elegido, deberían su actuación al desarrollo de las actividades (empresa) dirigidas a la consecución del fin social³²², por lo que sus deberes fiduciarios no tendrían como destinatarios los intereses de quienes los designan, sino el interés social, que, de acuerdo a la perspectiva institucionalista, se identificaría, en la gran empresa, con el equilibrio de todos los intereses presentes en la empresa societaria³²³.

de los directores frente a los accionistas y un paralelo aumento de la responsabilidad frente a la comunidad general”.

³¹⁹ Cfr.: ESTEBAN VELASCO, G., *El poder de decisión en las sociedades anónimas...*, cit., p. 585.

³²⁰ Esta solución sería, por cierto, la que inspiraría a los principios de buen gobierno de la OCDE, anteriormente citados, cuyo apartado IV advierte que el éxito de una sociedad sería el resultado de un trabajo en equipo con contribuciones de toda una serie de recursos (inversores, empleados, acreedores y proveedores) y que fomentar la cooperación entre ellos redundaría en el interés, a largo plazo, de las propias sociedades.

³²¹ Cfr.: GREENFIELD, K., *The failure of Corporate Law*, cit., pp. 46 y ss., quien explica que los socios no son los únicos que proveen de *inputs* a las sociedades cotizadas. También resultarían esenciales los créditos de los obligacionistas, los productos aportados por los proveedores y el trabajo de los empleados. Cada uno de ellos, igual que los accionistas, aportaría a la sociedad esperando obtener beneficios de su inversión.

³²² En este sentido, advierte elocuentemente GALGANO, F., “El desplazamiento del poder en las sociedades anónimas europeas”, cit., p. 72, que sería vano para los administradores apelar a las órdenes recibidas para lograr la estabilidad en el cargo. Su conducta se evaluará, en cambio, por su capacidad para lograr –incluso resistiendo las presiones de sus electores– el éxito de la empresa que les ha sido confiada.

³²³ En este sentido: GARRIGUES, J., *Nuevos hechos...*, cit., p. 42, apuntaba que en las grandes sociedades, el accionista se transformaría paulatinamente en obligacionista y el

iii) *Conservación de la empresa a largo plazo*

Por otra parte, ante las virtuales carencias del criterio de equilibrio de intereses, considerado por sus críticos, meramente formal, subjetivo e incapaz de aportar a los administradores orientaciones precisas³²⁴, un sector de la doctrina institucionalista ha llegado a proponer identificar el interés social con la “conservación de la empresa a largo plazo”³²⁵, en cuanto esta formulación otorgaría a los administradores un criterio objetivo a seguir en la toma de decisiones y, al mismo tiempo, propiciaría la protección –en especial de los empleados, que conservarían su puesto de trabajo- y el equilibrio de los diversos intereses presentes en la empresa³²⁶.

Sin embargo, el “largo plazo” como criterio de adopción de decisiones por parte de los administradores no sería privativo de las tesis institucionalistas. En el ámbito contractualista también se ha incluido este elemento para matizar el criterio de maximización del beneficio que

órgano de administración en fiduciario, no sólo del capital que se le confía sino también de los *inputs* de los demás sujetos que participan en la empresa, particularmente, trabajadores y consumidores; VELASCO SAN PEDRO, L.A., “El derecho de suscripción preferente”, en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, tomo III, vol. I, Civitas, Madrid, 1994, pp. 560-561, considera indudable que el peso de los intereses de los *stakeholders* depende, en gran medida, de las dimensiones de la sociedad; Cfr.: ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión del derecho de suscripción preferente*, McGraw-Hill, Madrid, 1995, p. 572.

³²⁴ Cfr.: ALONSO LEDESMA, C., “Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente”, en AA.VV., *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea, Estudios en homenaje a José Giron Tena*, Civitas, Madrid 1991, pp. 42-43.

³²⁵ Cfr.: RITTNER, F., *Zur Verantwortung der Unternehmensleitung...*, cit., pp. 114 y ss., quien sostiene que en caso de conflicto de los intereses en juego en una decisión debe darse preferencia a la conservación y rentabilidad de la empresa. Esta es la posición seguida, en esencia, por los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, donde se habla de “sostenibilidad de empresas sanas” (nº IV), por los Principios de gobierno corporativo del ICGN, los que hacen especial referencia al “*sustainable value creation*” (Principio 1.1) como forma de combinar y salvar ambas perspectivas; en España, por los Informes de gobierno corporativo ALDAMA (2003) y CONTHE (2006); y, en Alemania, por el Informe CROMME (2002), documentos a los que posteriormente se hará mayor referencia.

³²⁶ Cfr.: ESTEBAN VELASCO, G., “El gobierno de las sociedades cotizadas. La experiencia española”, en *CDyC*, nº 35, 2001, p. 54.

posteriormente se describirá. Para evitar que los administradores adopten políticas cortoplacistas –en general motivadas por incentivos económicos: *bonus* por productividad, pagos en acciones, etc.- que terminan perjudicando al proyecto empresarial, se ha tendido a unir los criterios de eficiencia predominantemente favorables, en principio, a los inversores capitalistas, con el de conservación a largo plazo³²⁷.

iv) *Responsabilidad social corporativa*

Por último, la denominada “responsabilidad social corporativa”, en boga en los últimos años, constituiría la formulación moderna de la teoría institucionalista de interés social³²⁸, en oposición a la tesis contractualista favorable a la tesis de la “creación de valor para el accionista”³²⁹. Esta teoría viene a señalar que la sociedad “debe tener presente” que su actividad influye y afecta a diversos grupos de interés además de los socios, los que, de un modo u otro, también aportan recursos a la empresa (especialmente los *stakeholders* internos –los trabajadores-) y que, en consecuencia, deben ser contemplados al adoptarse las decisiones³³⁰. Por su parte, el Derecho, desde esta perspectiva, tendría por función introducir mecanismos o incentivos dirigidos a alinear los intereses de quienes toman

³²⁷ Así, recientemente, en España: MARCOS FERNÁNDEZ, F., y SÁNCHEZ GRAELLS, A., “Necesidad y sentido de los consejeros independientes. Dificultades para el trasplante al Derecho de las sociedades españolas”, en *RDM*, nº 268, 2008, p. 514 y ss.

³²⁸ Cfr.: ESTEBAN VELASCO, G., “Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa...”, cit., p. 19.

³²⁹ Véase: SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada”, en *RDM*, nº 246, 2002, p. 895. En efecto, varios autores contractualistas han criticado severamente el movimiento a favor de la responsabilidad social corporativa. Entre ellos, destaca FRIEDMAN, M., “The Social Responsibility of Business is to increase its profits”, en *The New York Times Magazine*, 13/09/1970, pp. 17 y ss., quien señalaba que “*there is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game*”.

³³⁰ Véase, por ej., GREENFIELD, K., *The failure of corporate Law...*, cit., pp. 142 y ss.; DINE, J. y VILLIERS, C., “La estructura de gobierno de las sociedades cotizadas en el Reino Unido”, en *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, RdS, 2006, pp. 169-170.

discrecionalmente las decisiones en la sociedad con los intereses de “todos los colectivos cuyo bienestar se ve afectado por tales decisiones”³³¹.

Este criterio de gobierno corporativo, por lo demás, tendería a mejorar la productividad de las sociedades, en la medida en que incentivaría a los empleados de las mismas a trabajar mejor y a respetar más eficazmente las órdenes de sus empleadores que cuando se sienten minusvalorados o no contemplados en las decisiones sociales³³². Se propone, en definitiva, pasar de la fórmula de “creación de valor para el accionista” –considerada incompleta- a la de creación de valor en beneficio de todos los grupos de interés presentes en la empresa³³³.

Resulta, finalmente, conveniente distinguir la responsabilidad social corporativa de la “actividad filantrópica” de las sociedades, en cuanto la práctica empresarial ha tendido a confundir ambos conceptos. En efecto, de acuerdo a las ideas de la responsabilidad social corporativa, no debería adjudicársele el mismo grado de influencia en las decisiones, por su distinta aportación al desarrollo de la empresa, a los trabajadores (*stakeholders*

³³¹ SALAS FUMÁS, V., “¿Buen gobierno o responsabilidad social corporativa?”, en (Coord.) DE LA CUESTA GONZÁLEZ, M. y RODRÍGUEZ DUPLÁ, L., *Responsabilidad Social Corporativa*, Publicaciones Universidad Pontificia de Salamanca, Salamanca, 2004, pp. 203 y ss.

³³² Véase: FREEMAN, R., *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, cit.; GREENFIELD, K., *failure of corporate Law...*, cit., p. 27. En otros términos, cuando la relación empleador-trabajador no se ve como un juego de *suma cero*, sino como un juego de *suma positiva*.

³³³ Este criterio de gobierno corporativo es admitido por ESTEBAN VELASCO, G., “Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa...”, cit., pp. 47 y ss., quien argumenta que en la medida en que puede sostenerse que, según las conclusiones de otros sectores de investigación (económico, sociológico, etc.), a largo plazo, el valor de la empresa depende de la calidad de las relaciones entre empleados, clientes, proveedores e inversores, y ponderando la función social de la propiedad y de la empresa (art. 33.2 CE), puede afirmarse que los administradores “están legitimados jurídicamente” para integrar en sus decisiones los intereses de los *stakeholders*. Esta posición, si bien no obligaría a los administradores a actuar bajo la perspectiva de la responsabilidad social corporativa, al menos, resultaría útil para defender a aquellos que se afilien a su concepción, ante las demandas de responsabilidad que eventualmente ejerzan los accionistas de las sociedades que gestionen por actuar en interés ajeno a la exclusiva “creación de valor para el accionista”.

internos) que a los proveedores o a la comunidad en la que se ubica la empresa (*stakeholders* externos)³³⁴. Sin embargo, se habría constatado que, en algunos casos, las sociedades han alterado el orden de trascendencia lógico por razones de alcance mediático, utilizando la responsabilidad social corporativa como “mera operación de cosmética empresarial”³³⁵ bajo el fin último oculto exclusivo de mejorar la productividad en beneficio de sus socios (criterio contractualista)³³⁶, traicionando las bases de la teoría.

2.1.2. Perspectiva contractualista

En respuesta a la ideas planteadas por DOOD en la citada polémica en torno a quiénes deberían los administradores sus deberes fiduciarios, planteada en el ámbito jurídico norteamericano, Adolf BERLE señalaba que los argumentos de la perspectiva institucionalista serían meramente teóricos, ajenos a la realidad práctica empresarial³³⁷. Advertía que si se pretendiera debilitar o eliminar los deberes fiduciarios de los administradores ante los accionistas, el control del *management* sobre la sociedad tendería a absolutizarse y se perdería el equilibrio de poderes dentro de la sociedad. En consecuencia, no debería abandonarse la convicción de que las “*business corporations exist for the sole purpose of making profits for their stockholders*”³³⁸.

³³⁴ Véase: RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, M., *El gobierno de la empresa...*, cit., pp. 89-90, quien explica lo que debe entenderse por grupo de interés “relevante”.

³³⁵ EMBID IRUJO, J.M., “Perfil jurídico de la responsabilidad social corporativa”, en *Revista valenciana de economía y hacienda*, nº 12, 2004, p. 52.

³³⁶ Al respecto, véase: RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, J.M., “La responsabilidad social de la empresa: ¿un medio o un fin?”, en *Revista de Dirección y Administración de Empresas*, Número 13, diciembre 2006, pp. 53 y ss., donde se distingue entre la concepción “estratégico-instrumental” y “normativa-prescriptiva” de responsabilidad social corporativa, y GREENFIELD, K., *The failure of corporate Law...*, cit., pp. 125 y ss., quien desde una perspectiva normativa de la responsabilidad social corporativa sostiene (i) que el fin último de las empresas debería ser servir a la comunidad social, (ii) que la riqueza generada debería ser distribuida entre todos aquellos que contribuyeron a obtenerla y (iii) que la mejor manera de asegurar la creación sostenible y distribución equitativa de la riqueza generada sería establecer un régimen de gobierno corporativo que admita la participación de los *stakeholders*.

³³⁷ BERLE, A., “For whom are corporate managers trustees”, cit., p. 1367.

³³⁸ *Ibidem.*, p. 1367.

Por otro lado, no existiría aún, una alternativa clara al sistema basado en la propiedad privada y el libre mercado que permitiera organizar de una manera más adecuada las relaciones sociales. A largo plazo, concluía, lo único que surgiría de la aplicación de la propuesta de DODD sería una suerte de lucha corporativista entre los diferentes grupos de interés por verse protegidos legalmente. Constituiría una invitación a los trabajadores a organizarse y hacer huelga, un incentivo para no invertir en las sociedades de capital, mientras el consumidor quedaría desamparado. En definitiva, sería “*an invitation not to Law or orderly government, but to a process of economic civil war*”. Ciertamente, agregaba el autor, la opinión de YOUNG (CEO de General Electric), citada por DODD para fundamentar su teoría, sería la excepción, no la regla. La evolución social iría “por otros caminos”³³⁹.

i) *Interés común de los socios*

La teoría contractualista del interés social sostenida por el mencionado jurista norteamericano tiene su origen en la concepción jurídica-económica liberal clásica que sostiene que las instituciones sociales deben, ante todo, preservar la propiedad y la libertad contractual de las personas en sus acciones voluntarias dirigidas a la obtención de sus fines particulares³⁴⁰. Entre las diversas expresiones de dicha libertad individual se encontraría la libertad de contratación cuya protección aparecería como objetivo primordial atribuido a las instituciones jurídicas societarias.

La doctrina contractualista tradicional, desde esta interpretación de la realidad económica, concibió a la sociedad como un contrato entre un conjunto de socios que acuerdan aportar capital para el desarrollo de una actividad empresarial dirigida a la obtención de un “fin común”, constituyendo el interés de la sociedad, exclusivamente el “interés común de sus socios”³⁴¹.

³³⁹ *Ibidem.*, p. 1372

³⁴⁰ Por todos, véase MISES, L., *La acción humana...*, cit., pp. 17 y ss.

³⁴¹ Esta tesis fue ampliamente desarrollada por la doctrina italiana: MENGONI, L., “Appunti per una revisione della teoría sul conflitto di interessi nelle deliberazioni in assemblea delle società per azioni”, en *Riv. Soc.*, 1956, pp. 445 y ss.; MIGNOLI, A., “L’interesse sociale”, en

Esta concepción de interés social ha admitido, sin embargo, diversos matices e interpretaciones. Así, algunos autores lo han identificado con el interés común de los socios actuales expresado a través del voto³⁴². Otros, en cambio, han sostenido que implicaría no solamente el interés de los socios actuales sino también el de los socios futuros o eventuales³⁴³, o, incluso, el del socio medio³⁴⁴, interpretaciones que, por cierto, necesariamente llevarían a introducir elementos de tipo objetivo en el concepto, que no estarían sujetos a la voluntad (voto) circunstancial de los socios en un momento determinado.

Riv. Soc., 1958, pp. 725 y ss.; cuyas ideas son sintetizadas y comentadas en JAEGER, P., *L' Interesse Sociale*, cit., pp. 85 y ss. En España, es recogida por GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades Anónimas*, cit., p. 199 y seguida actualmente por autores cercanos a la escuela del análisis económico del Derecho como PAZ-ARES C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit.; PORTELLANO DÍEZ, P., *El deber de fidelidad de los administradores de sociedades mercantiles y oportunidades de negocio*, Civitas, Madrid, 1996; ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y Derecho de suscripción preferente...*, cit., así como por la jurisprudencia del Tribunal Supremo (véase: STS de 5 de julio de 1986 [RJ 1986, 4415] y STS de 19 de febrero de 1991 [RJ 1991, 1512]). En EE.UU., el ya citado trabajo de BERLE, A. “For whom are corporate managers Trustees”, cit.; UHLMAN, R., “The legal status of corporate directors”, cit., p. 17 y ss., quien afirma que en última instancia los administradores se deben al “*body of stockholders*”, citando varias sentencias judiciales que respaldarían tal opinión; HART, O., “An Economist’s Perspective on the theory of the Firm”, *Columbia L. Rev.*, 1989, pp. 1757 y ss., quien argumenta que esta concepción resultaría económicamente eficiente porque siendo los socios los titulares del riesgo residual, gozarían de los incentivos adecuados para adoptar las decisiones que favorezcan a la sociedad: protegiendo su interés protegerán los intereses de quienes asumen riesgos fijos; EASTERBROOK F. y FISCHER, D., *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., pp. 36, sostienen que, en definitiva, lo único trascendente es lo que libremente resuelvan los socios: “*What is the goal of the corporation? It is profit, and for whom? Social welfare more broadly defined? Is there anything wrong with corporate charity? Should corporations try to maximize profit over the long term or the short run? Our response to such questions is: who cares?*”.

³⁴² Cfr.: MENGONI, L., “Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi...”, cit.; MIGNOLI, A., “L’interesse sociale”, cit.

³⁴³ Cfr.: ASQUINI, A., “I batelli del reno”, en *Riv. Soc.*, 1959, pp. 618 y ss.; DAVIES, P., *Introduction to company Law*, cit., pp. 152 y ss.

³⁴⁴ GOWER, L.C.B., *The principles of Modern Company Law*, cit., p. 520, quien afirma que de los accionistas se espera que se pregunten si las propuestas de resolución son beneficiosas no solo para ellos mismos sino para cualquier hipotético accionista.

Sería interés social, entonces, aquello que pudiera integrarse dentro del esquema causal del contrato pactado por los socios, pudiendo identificarse con la maximización de la eficiencia productiva, con la maximización del beneficio o del dividendo y, serían, en cambio, extrasociales, aquellos intereses ajenos a la *causa societatis*, personales de uno, varios o incluso de la mayoría de los socios³⁴⁵.

El fundamento moderno de esta interpretación del concepto de interés social ha sido desarrollado por la teoría económica-contractual neoclásica de la empresa, descrita en el primer capítulo del presente trabajo, fundamentalmente a partir de la segunda mitad del siglo XX, que concibe a la empresa como una red compleja de contratos entre los diversos sujetos que participan en ella³⁴⁶ y a la sociedad de capital, simplemente, como un subconjunto de contratos que formaría parte de dicha red.

La sociedad de capital vendría a ser, por otra parte, una subespecie de empresa caracterizada por ofrecer un mecanismo de financiación de otra actividad empresarial, definida por la innecesaria identificación de quienes financian la actividad (los socios capitalistas) y de quienes ejercen

³⁴⁵ Véase: ESTEBAN VELASCO, G., *El poder de decisión en las sociedades anónimas...*, cit., pp. 583-584, quien sin compartir la perspectiva contractualista define claramente sus rasgos distintivos; COUTINHO DE ABREU, J.M., “Interés social y deber de lealtad de los socios”, en *RdS*, nº 19, 2002, p. 41, que sostiene que el concepto de interés social solo comprendería aquellos intereses de los socios que se unen a la “causa común del acto constituyente de la sociedad”; GALGANO, F., *Tratatto di Diritto commerciale e di Diritto pubblico dell'economia*, vol. settimo, seconda edizione, Cedam, Padova, 1988, p. 57, que afirma que en el contrato de sociedad pueden identificarse un interés social *preliminar*, por el que se pretende que el patrimonio aportado sea efectivamente utilizado para desarrollar el objeto social establecido en el contrato; un interés social *intermedio*, que implica que la actividad productiva se dirija a la obtención de utilidad; y un interés social *final*, que apunta a que la utilidad sea distribuida entre los socios.

³⁴⁶ Dentro de la bibliografía ya citada en apartados anteriores, destacan especialmente, en este sentido, los trabajos de: COASE, R., “The nature of the firm” cit., pp. 388 y ss.; ALCHIAN, A. y DEMSETZ, H., “Production, Information Costs, and Economic Organization”, cit., p. 777 y ss.; JENSEN, M. y MECKLING, W., “Theory of the firm...”, cit., pp. 305 y ss.; EASTERBROOK, F. y FISCHEL, D., *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., p. 12; PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., pp. 203 y ss.; LLEBOT MAJÓ, J.O., “Doctrina y teoría de la empresa en el Derecho Mercantil”, cit., pp. 319 y ss.

propriadamente la actividad empresarial (administradores, trabajadores, etc.). La evolución del mercado habría mostrado la eficiencia de esta forma de organización empresarial (*corporations*) en la medida en que permitiría, a un tiempo, a los capitalistas diversificar sus inversiones y a los administradores (y trabajadores) desarrollar sus habilidades empresariales aún sin contar, en propiedad, con el capital necesario para ello.

Como se explicó en el primer capítulo del presente trabajo, desde esta perspectiva, el carácter institucional de las sociedades de capital y su personalidad jurídica, no serían más que cuestiones de conveniencia³⁴⁷, dirigidas a reducir los costes de transacción de la empresa. Para que el proyecto empresarial se lleve a cabo, los denominados “costes de agencia”³⁴⁸, derivados del necesario control a ser ejercido por los propietarios del capital (titulares del riesgo residual) sobre los administradores del mismo, deberían verse compensados por el beneficio económico que resulta de todo el negocio³⁴⁹.

En este contexto, el derecho de sociedades sería un ordenamiento esencialmente facilitador, dispositivo y subsidiario de la libre voluntad de las partes³⁵⁰ y ante las preguntas esenciales que debe responder el Derecho de sociedades acerca de quién (y en beneficio de quiénes) debe gobernarse

³⁴⁷ EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., p. 12.

³⁴⁸ Sobre la noción de “costes de agencia”, en relación con este aspecto concreto, véase: JENSEN, M., *A theory of the firm. Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, Harvard University Press, Cambridge-London, 2000, pp. 83 y ss.

³⁴⁹ Esta sería, en síntesis, la noción de empresa ofrecida por COASE, R., *The nature of the firm*, cit.

³⁵⁰ Véase: PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., pp. 203 y ss., quien sostiene que el derecho tiene una función facilitadora, subsidiaria, al servicio de la maximización de los objetivos de las partes (eficiencia); ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Los costes de transacción”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, tomo I, Civitas, Madrid, 1996, pp. 158 y ss.

Desde esta perspectiva, el gobierno corporativo tendría por finalidad fortalecer las relaciones de confianza en la sociedad brindando mecanismos de control dirigidos a alinear los intereses de *insiders* y *outsiders* (PAZ-ARES, C., “El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor”, en *RDM*, nº 251, 2004, p. 8) logrando de este modo la reducción de los costes de agencia.

la sociedad de capital (interés social), indicarían que la respuesta debe buscarse en el criterio de *eficiencia económica*³⁵¹. En otras palabras, la solución que en términos económicos sea, en general, más eficiente, debería ser adoptada por el ordenamiento. El Derecho entraría en acción, subsidiariamente, cuando los costes de transacción fueran tan altos que la asignación eficiente de derechos no pueda confiarse exclusivamente al mercado, haciendo necesario sustituir la libre contratación por las condiciones que establezca la ley o, en su caso, el juez³⁵². Pues bien, el criterio de eficiencia determinaría que las sociedades deberían gobernarse en beneficio de los accionistas (del conjunto de socios), en cuanto estos gozarían de los incentivos naturales más adecuados para la adopción de decisiones económicamente eficientes (como titulares del beneficio residual, protegiendo su interés se estarían protegiendo, previamente, el interés de quienes asumen riesgos fijos, con un coste menor)³⁵³.

Desde esta perspectiva, las relaciones de los demás grupos de interés con la empresa (trabajadores, acreedores, etc., –los *stakeholders*–) estarían regidas por contratos distintos al de sociedad (contratos de trabajo, de crédito, etc.) y en consecuencia, sus intereses serían extraños al interés social³⁵⁴, salvo que lo contrario se encontrara explícitamente previsto en el

³⁵¹ PAZ-ARES, C., “La economía política como jurisprudencia racional”, cit., pp. 601 y ss. Explica el autor que el objetivo del Derecho, para esta doctrina, es la promoción de la eficiencia y que sus normas, así como su interpretación y aplicación deben estar orientadas a tal fin. Por un lado el Derecho debería facilitar los intercambios eficientes y, por otro, disuadir respecto de aquellos que no sean congruentes con el objetivo de la eficiencia.

³⁵² Véase: CALABRESI, V.G. y MELAMED, A.D., “Property Rules, Liability Rules and Inalienability Rules. One view of the Cathedral”, en *Harvard L. Rev.*, vol. 85, 1972, pp. 1106 y ss.; PAZ-ARES, C., “Principio de eficiencia y Derecho Privado”, cit., pp. 2865 y ss.; POSNER, R., *El análisis económico del Derecho*, cit., 801 y ss., quien se refiere a la “regla de simulación del mercado” que establece que cuando utilizar el mercado implica costes significativos, el ordenamiento legal debe replicar lo que el mercado establecería. La ley debe asignar los derechos a aquellos sujetos que por valorarlos más los hubiesen obtenido en el mercado, y que por los costes de transacción existentes no pueden concretarlo. La ley vendría a restablecer el “equilibrio” (asignación óptima) que el mercado no fue capaz de realizar.

³⁵³ Véase: ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Empresa y empresario...”, cit., p. 8; y, en el ámbito comunitario, el Informe WINTER de 2002, Capítulo III, 3.1,

³⁵⁴ EASTERBROOK, F. y FISCHEL, D., *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., pp. 34-35; POSNER R., *El análisis económico del Derecho*, cit., pp. 625 y ss.; ALFARO ÁGUILA-

contrato de sociedad³⁵⁵. Admitir o instar a que los órganos sociales, por regla general, contemplen intereses ajenos al interés común de los socios, implicaría un aumento significativo de los costes de agencia de la sociedad, consecuencia inadmisibles considerando que el objetivo esencial del Derecho de sociedades constituiría, justamente, la reducción de tales costes³⁵⁶.

Por otra parte, se ha argumentado que resultaría muy costoso también para el legislador intentar prever mediante normas positivas soluciones para la infinidad de posibles situaciones de conflicto a las que eventualmente pudiera enfrentarse la sociedad, siendo, sin duda, más eficiente establecer pautas generales (como la cláusula del interés social) que orienten a los socios y, en su caso, a los jueces, a actuar en interés del conjunto de socios ante los eventuales conflictos³⁵⁷. Esta concepción de interés social, ciertamente, inspiraría la normativa vigente en la mayor parte de los países que instituyen preceptivamente regímenes de gobierno corporativo

REAL, J., *Interés social y Derecho de suscripción preferente...*, cit., p. 53; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa”, en AA.VV., *Derecho de Sociedades anónimas cotizadas*, tomo II, RdS, Aranzadi, Navarra, 2006, p. 888. Las relaciones contractuales con los *stakeholders* se encontrarían claramente definidas por lo que no se requeriría una cláusula abierta como la de interés social para garantizar el adecuado funcionamiento de las mismas. Su cumplimiento estaría regulado y protegido por otros sectores del Derecho (laboral, medioambiental, del consumo, etc.).

³⁵⁵ En efecto, como señalaría ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Imperialismo económico y dogmática jurídica”, en *RDM*, nº 233, 1999, p. 953, las “maravillas de la autonomía privada” permitirían que los socios puedan incluir normas de gobierno corporativo de diverso contenido o de protección de terceros en los estatutos sociales y, en caso de incumplimiento, demandar a la sociedad y a los administradores por incumplimiento de sus deberes.

³⁵⁶ Cfr.: PAZ-ARES, C., “La economía política como jurisprudencia racional”, cit., pp. 612 y ss.; MARCOS FERNÁNDEZ, F., y SÁNCHEZ GRAELLS, A., “Necesidad y sentido de los consejeros independientes...”, cit., p. 520; EISENBERG, M., “Access to the corporate proxy machinery”, *Harvard L. Rev.*, 1970, pp. 1489 y ss., quien, por lo demás, afirma que no resultaría conveniente atribuir participación en la administración a los *stakeholders* en la medida en que i) no contarían con los conocimientos específicos necesarios para tomar las decisiones, ii) su participación ocasionaría la cartelización de la economía, iii) no existirían medios adecuados para determinar el cómo y el cuánto de dicha participación y iv) en general los intereses de estos grupos serían contrarios a los de la sociedad.

³⁵⁷ Cfr.: ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y Derecho de suscripción preferente...*, cit., p. 25.

“estructuralmente monistas”³⁵⁸, en los que los miembros de los órganos de administración societaria son designados exclusivamente por los socios (aspecto formal del concepto de interés social).

Desde la misma perspectiva, la cláusula de interés social constituiría, además, un instrumento de control en manos de la minoría³⁵⁹, en la medida en que se la legitimaría para impugnar las resoluciones adoptadas por la mayoría que considere contrarias al “interés común de todos los socios”³⁶⁰ y, al mismo tiempo, un incentivo sobre la mayoría para que actúe de buena fe tomando las decisiones que hubiese adoptado la totalidad³⁶¹.

³⁵⁸ Según la terminología utilizada por ESTEBAN VELASCO G., “Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa...”, cit., pp. 20 y ss.

³⁵⁹ Este parece ser, en efecto, el criterio adoptado por la más reciente jurisprudencia del Tribunal Supremo español. Así, en STS de 7 de diciembre de 2011 [JUR/2012/61949], se advierte que, sin perjuicio de que “no existe una posición uniforme sobre qué debe entenderse por intereses de la sociedad”, puede afirmarse que “los acuerdos de la mayoría que no persiguen razonablemente el interés del conjunto de los accionistas desde la perspectiva contractual, ni los de la sociedad, desde la perspectiva institucional, y perjudican a los minoritarios, revelándose abusivos [...] deben entenderse contrarios a los intereses de la sociedad, cuyo regular funcionamiento exige también el respeto razonable de los intereses de la minoría”.

³⁶⁰ Véase, por todos: GARRIGUES, J., *Nuevos hechos...*, cit., pp. 64-65, quien explicaba que por razones de eficiencia económica (resultaría muy costoso lograr el acuerdo unánime) y para evitar situaciones de “chantaje”, el legislador habría consagrado el régimen de mayorías. Como contrapartida, al mismo tiempo, también habría legitimado a la minoría para impugnar los acuerdos que considere contrarios al interés común, evitando así los posibles abusos de la mayoría.

³⁶¹ Cfr.: PAZ-ARES, C., *¿Dividendos a cambio de votos?*, McGraw-Hill, Madrid, 1996, p. 12. Afirma el autor que los socios acuerdan establecer el sistema de mayorías para evitar costes de transacción inasumibles pero, conociendo el riesgo de que la mayoría no contemple los intereses de todos los socios, establecen previsiones dirigidas a proteger a la sociedad de ese peligro entre las que se encontraría implícitamente aquella que dispone: “te doy el poder para llenar las lagunas del contrato y para adaptarlo a las circunstancias cambiantes de la vida, pero ese poder no te autoriza para que obres en tu exclusivo interés. Las decisiones que adoptes pasan a formar parte del contrato y, por ello, han de ser similares a las que, de haber previsto la contingencia, habríamos establecido de antemano, de común acuerdo y para beneficio mutuo”.

ii) *Cláusula de integración del contrato de sociedad*

El desarrollo de la teoría contractualista llevó a concebir el interés social como una cláusula de integración del contrato de sociedad, necesaria y convenientemente incompleto³⁶², integración que correspondería concretar en primer lugar a los socios –partes del contrato-, por su delegación, a los administradores de la sociedad y, en última instancia, en caso de conflicto, a los jueces. Dicha integración debería llevarse a cabo analizando la cuestión de modo “*ex ante*”, es decir, suscribiendo lo que hubieran resuelto los socios al momento de contratar (voluntad hipotética de las partes -*implicit contracting*-).

Sería ésta noción de interés social una concreción de la norma interpretativa prevista en el art. 1258 CC³⁶³ que dispone que los contratos “obligan no sólo al cumplimiento de lo expresamente pactado, sino también a todas las consecuencias que, según la naturaleza, sean conformes a la buena fe, al uso y a la ley”, instancia que resultaría necesaria en el período de ejecución del “programa societario” -obligadamente incompleto- que constituiría el contrato de sociedad. El completamiento del contrato se haría efectivo a través del ejercicio del voto en junta y de las decisiones adoptadas por el órgano de administración por *mandato* de la junta.

³⁶² Se considera que prever en el contrato de sociedad todas las posibles contingencias resultaría imposible y, además, implicaría unos costes de transacción inasumibles. Véase: HART, O., “Incomplete Contracts and the Theory of the firm”, en (Ed.) WILLIAMSON, O. y WINTER, S., *The Nature of the Firm. Origins, Evolution, and Development*, Oxford University Press, New York-Oxford, 1993, pp. 138 y ss.; PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., p. 204; ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y Derecho de suscripción preferente...*, cit., pp. 22 y ss.

³⁶³ Cfr.: PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., p. 123, donde se afirma que el interés social tendría por finalidad cubrir las lagunas del contrato de sociedad, en el mismo sentido que la cláusula de buena fe prevista en el art. 1258 CC, lo que, en definitiva, llevaría a fórmulas de maximización de los intereses de las partes.

iii) *Creación de valor para el accionista*

Las ideas anteriormente mencionadas, la presunción de fin de lucro de las sociedades de capital³⁶⁴ y, particularmente, las especiales características de las sociedades cotizadas anglosajonas -con capital, en general, líquido y disperso³⁶⁵-, llevaron a la doctrina contractualista más reciente a identificar el interés social con la “creación de valor para el accionista” (*creating shareholder value*³⁶⁶), fin común objetivo que estaría implícitamente comprendido en el contrato de toda sociedad de capital³⁶⁷.

Esta perspectiva derivaría de la convicción de que las personas se guiarían exclusivamente por el criterio de maximización económica. En tal sentido, la integración del contrato de sociedad mediante el método de contratación hipotética llevaría invariablemente a la fórmula de maximización de la creación de valor económico para el accionista.

Por lo demás, esta concepción de interés social –patrocinada, en el ámbito español, nada menos que por el Informe OLIVENCIA de 1998- ha sido fundamentada en razones³⁶⁸:

³⁶⁴ Sobre esta cuestión véase MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., “Sociedad anónima y fin de lucro”, cit., pp. 41 y ss.; PAZ-ARES, C., “Ánimo de lucro y concepto de sociedad...”, cit., pp. 731 y ss.

³⁶⁵ Esta realidad práctica de las sociedades cotizadas refuerza la idea de que el interés social no debe identificarse con el interés común circunstancial de los socios actuales, en cuanto éste varía constantemente y, en igual sentido, podría hacerlo el interés social (SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa”, cit., pp. 618 y ss.). Se haría necesario, en consecuencia, el reconocimiento de un elemento objetivo en el contenido material del concepto.

³⁶⁶ Título del paradigmático libro publicado por RAPPAPORT, A., *La creación de valor para el accionista, una guía para inversores y directivos (1986)*, Ediciones Deusto, Bilbao, 1998.

³⁶⁷ Posición adoptada por varios de Informes de Gobierno Corporativo, entre los que se cuenta el HAMPEL, inglés de 1998, ap. 1.16, y el OLIVENCIA, español de 1998, Cap. II. Una argumentación completa, desde el punto de vista económico, de esta posición puede encontrarse en RAPPAPORT, A., *La creación de valor para el accionista...*, cit., pp. 25 y ss. En España, suscriben estas ideas PAZ-ARES, C., *¿Dividendos a cambio de votos?*, cit., pp. 141 y ss. y PORTELLANO DÍEZ, P., *El deber de fidelidad de los administradores...*, cit., p. 22.

³⁶⁸ Según el esquema seguido por el propio Informe OLIVENCIA, Cap. II., Sec. 1.3.

(i) *financieras*: en la medida en que el criterio de creación de valor mejoraría sensiblemente la capacidad de la sociedad para obtener su financiación a menor coste y, al mismo tiempo, disminuiría el riesgo de convertirse en objeto probable de OPAs³⁶⁹;

(ii) *prácticas*: en cuanto el criterio de creación de valor brindaría al órgano de administración pautas claras y precisas para orientar su actuación, lo que contribuiría a reducir significativamente los costes operativos de la sociedad³⁷⁰; y

(iii) *de interés general*, por proporcionar efectos beneficiosos para los demás *stakeholders*, considerando la posición residual de los socios: protegiendo el interés económico de los socios se estaría protegiendo, previamente, el interés de los demás sujetos que participan en la actividad empresarial de la sociedad³⁷¹.

³⁶⁹ Cfr.: CLARK, R., *Corporate Law*, Harvard University Law School, Boston, 1986, pp. 687-688, quien explica que los administradores que adoptan sus decisiones con criterios ajenos a este, someten a la sociedad que gestionan a la situación del *dilema del prisionero* y/o al problema del *free raider*, en la medida en que las sociedades competidoras de la misma podrían no seguir tales criterios (reduciendo costes) y obtener, así, ventajas competitivas que determinen su pérdida de valor de mercado, lo que la haría objeto probable de un *take over* (OPA), tras el que se tenderá a sustituir sus administradores por otros que se guíen por el criterio de creación de valor para el accionista.

En el mismo sentido: SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada”, cit., p. 1671; PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., p. 123, quien advierte que las exigencias de los mercados competitivos lleva a que no sobrevivan las empresas que se guíen por otros criterios

³⁷⁰ Cfr.: LLEBOT MAJÓ, J.O., “Los deberes y la responsabilidad de los administradores”, cit., p. 30; PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., p. 124, quien advierte que mientras esta perspectiva ofrece una directriz concreta a los administradores facilitando la adopción de decisiones, la perspectiva institucional permitiría justificar cualquier decisión.

³⁷¹ Cfr.: RAPPAPORT, A., *La creación de valor para el accionista...*, cit., pp. 28; PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., p. 124. Como titulares del beneficio residual de la sociedad, los accionistas gozarían de los incentivos naturales adecuados para tomar las decisiones adecuadas al interés de la sociedad.

2.2. El interés social en el Derecho societario español

2.2.1. *Antecedentes del régimen legal actual: el desarrollo del soft Law español*

El régimen legal español de gobierno de las sociedades de capital se encuentra fundamentalmente comprendido en el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, Real Decreto Legislativo nº 1/2010, de 2 de julio de 2010 (LSC) y, en lo no derogado por este, en los arts. 114 y 116 de la LMV, artículos, por cierto, que posteriormente fueron derogados y su contenido modificado por la Ley de Economía sostenible, nº 2/2011, de 4 de marzo de 2011³⁷².

Más allá de los cambios de orden, organización y numeración que en la legislación societaria introdujo la LSC de 2010³⁷³, la regulación en torno al gobierno corporativo sufrió modificaciones significativas por la denominada Ley de Transparencia, nº 26/2003, de 17 de julio, resultado de un largo proceso de estudio y análisis de las propuestas del movimiento de *corporate governance* que en España empezó con el Informe del Círculo de Empresarios de 1996 y prosiguió con la publicación, por encargo del Gobierno, del Informe y Código OLIVENCIA, en 1998, y el Informe ALDAMA, en 2003. Tales trabajos de *soft Law* constituyen los antecedentes de la legislación española actual de gobierno de las sociedades de capital.

El primer documento que se publicó en España sobre gobierno corporativo fue el del Círculo de Empresarios de 1996, denominado “Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de

³⁷² Véase la Disposición final quinta de dicha ley. Los numerales 28 y 29 de la misma, derogan expresamente los arts. 114.2, 114.3, 116 y 116 bis de la LMV. Por su parte, el numeral 3 agrega un capítulo VI a la LMV donde se regula la exigencia de publicación del Informe anual de gobierno corporativo (arts. 61 bis y 61 ter LMV), anteriormente previsto por los arts. 116 y 116 bis LMV.

³⁷³ Al respecto, se advierte que a los efectos del presente trabajo, en principio, siempre que las normas de la LSC mantuvieran incambiada la redacción de las normas correspondientes de la legislación societaria anterior, sin perjuicio de los mencionados cambios de orden y numeración, se considerará aplicable la interpretación ofrecida por la doctrina a la normativa societaria anterior (referida según la nomenclatura antigua), a las normas correspondientes de la LSC.

administración”, el que, entre otras cuestiones, en relación al interés social, advertía que constituiría un objetivo deseable para el gobierno corporativo la defensa de los intereses generales de la empresa y de todo el entorno afectado por ella –los *stakeholders*- y que, en tal sentido, los Consejos de administración deberían desarrollar su actividad “con arreglo a los principios de justicia y eficiencia” (Cap. 1)³⁷⁴.

Poco tiempo después, con fecha 26 de febrero de 1998, se hizo público el llamado Código OLIVENCIA, elaborado por la “Comisión especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades”, presidida por D. Manuel OLIVENCIA RUIZ. El cometido trazado a la Comisión OLIVENCIA fue el de realizar un informe acerca de la problemática de los consejos de administración de las sociedades que acuden a los mercados financieros y la elaboración de un código ético de buen gobierno de adopción voluntaria por parte de este tipo de sociedades, para lograr una “más elevada credibilidad y una mejor defensa de los intereses de todos los accionistas” (Cap. I.1)³⁷⁵.

Finalmente, el denominado Informe ALDAMA, fue redactado por la “Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los Mercados y en las sociedades cotizadas”, presidida por D. Enrique de ALDAMA y MIÑÓN, publicado el 8 de enero de 2003. Este informe recomendó explícitamente la introducción de modificaciones legislativas en el régimen societario³⁷⁶, recomendación que tuvo como consecuencia la

³⁷⁴ Un comentario del documento publicado por el Círculo de Empresarios puede encontrarse en ESTEBAN VELASCO, G., “Una contribución sobre el gobierno societario. Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración”, en *RdS*, nº 8, 1997, pp. 409 y ss.

³⁷⁵ Sobre el Código OLIVENCIA, véase: SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M., “El código Olivencia y la responsabilidad de los miembros del Consejo de Administración”, en *RdS*, nº 11, 1998, pp. 133 y ss.; OLIVENCIA RUIZ, M., “El buen gobierno de las sociedades y su evolución”, en *RDBB*, nº 108, 2007, pp. 209 y ss.

³⁷⁶ Para el Informe ALDAMA, la existencia de una serie de normas imperativas por encima de las recomendaciones de cumplimiento voluntario constituiría un principio de buen gobierno societario (MATEU DE ROS CEREZO, R., *La Ley de Transparencia de las sociedades anónimas cotizadas*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2004, p. 15). Desde su perspectiva, los fines del gobierno corporativo serían evitar el abuso de poder, la acumulación de funciones, la ausencia de equilibrio en el reparto de competencias, los

promulgación de la ya mencionada Ley de Transparencia de 2003, que introdujo modificaciones en la LSA y en la LMV entre las que destacan la regulación del concepto de interés social, de los deberes fiduciarios –de diligencia y lealtad–, así como la introducción de la obligación de hacer público anualmente un Informe de gobierno corporativo que exponga la estructura del sistema de gobierno de las sociedades cotizadas y de su funcionamiento en la práctica (arts. 61 bis y 61 ter LMV³⁷⁷ –anterior art. 116 LMV-) ³⁷⁸.

Sin perjuicio de que los Informes OLIVENCIA y ALDAMA coinciden en muchas de sus recomendaciones, en lo que se refiere al debate contractualista-institucionalista de interés social ofrecen concepciones sensiblemente divergentes³⁷⁹. En efecto, en primer lugar, si bien ambos informes señalan que la autorregulación debe ser el principal instrumento de perfeccionamiento del gobierno corporativo en el entendido de que el mercado (los inversores) sería capaz de valorar las sociedades en función de su adopción de las buenas prácticas y, como consecuencia de ello, adoptar

conflictos de interés, los abusos en el mercado, la falta de diligencia de los consejeros y el desinterés de los accionistas.

³⁷⁷ Redacción y numeración dada por la Ley nº 2/2011 de 4 de marzo, de Economía Sostenible.

³⁷⁸ Sobre las recomendaciones del Informe ALDAMA, véase: SÁNCHEZ CALERO, F., “Observaciones preliminares al proyecto de ley de modificación del régimen de las sociedades cotizadas y de las anónimas en general, tras el Informe Aldama”, en *RdS*, nº 20, 2003, pp. 27 y ss.

³⁷⁹ QUIJANO GONZÁLEZ, J. y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios...”, cit., pp. 918 y ss., advierten un “cambio de orientación significativo” en el Informe ALDAMA; ARANGUREN URRIZA, F., “El administrador. El Consejo de Administración”, en (Coord.) DELGADO DE MIGUEL, J.F., *Instituciones de Derecho Privado*, tomo VI, vol. 2, Civitas, Madrid, 2004, p. 462, destaca que mientras el Código OLIVENCIA apuesta por la autorregulación, tras los escándalos financieros de 2002, el Informe ALDAMA recomienda la intervención legislativa, siendo la Ley de Transparencia el resultado de dicha recomendación; MATEU DE ROS CEREZO R., *La Ley de Transparencia...*, cit., p. 16, compara ambos informes valorando más positivamente el criterio seguido por el segundo, al que califica de más realista y dinámico; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *Derecho de sociedades*, cit., pp. 160 y ss., señala que el Informe ALDAMA rectifica en dos puntos esenciales: la reactivación de la junta de accionistas y en la necesidad de que algunas cuestiones cuenten con respaldo normativo, fundamentalmente en el ámbito de los deberes fiduciarios de los administradores.

las oportunas decisiones de inversión³⁸⁰; mientras el Informe OLIVENCIA confiaría en la eficacia del mercado como exclusivo instrumento evaluador de la adecuación de las sociedades a las buenas prácticas, el Informe ALDAMA recomienda, adicionalmente, la introducción de normas de gobierno corporativo en la legislación societaria (Cap. I.6)³⁸¹, siendo la Ley de Transparencia el resultado de dicha recomendación.

En segundo lugar, mientras el Informe OLIVENCIA se afilia decididamente a la concepción contractualista de interés social que lo identifica con la creación de valor para el accionista (Cap.II.1.3)³⁸², el

³⁸⁰ Cfr.: ALONSO LEDESMA, C., “El Buen Gobierno de las sociedades en Europa”, cit., p. 154; ESTEBAN VELASCO, G., “El gobierno de las sociedades cotizadas...”, cit., p. 21; PAZ-ARES, C., “El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor”, cit., pp. 21-22, quien apunta que dicha capacidad del mercado se descubriría también en las tasas de interés financieras más elevadas a las que se enfrentan las sociedades que no cumplen con las buenas prácticas, por sufrir un “riesgo corporativo” más elevado que aquellas sociedades que sí las cumplen.

³⁸¹ En efecto, termina concluyendo que debería buscarse un equilibrio entre la regulación positiva y la mayor autorregulación posible de las sociedades cotizadas.

³⁸² ESTEBAN VELASCO, G., “El gobierno de las sociedades cotizadas...”, cit., pp. 56-57, señala que el Informe OLIVENCIA apuesta expresamente por un “modelo de *shareholders* y no de *stakeholders*”. Ello no implicaría, aclara el propio Informe OLIVENCIA, perseguir el interés de los accionistas a cualquier precio, desconociendo los grupos de interés que se relacionan con la empresa, sino que debería desarrollarse respetando las exigencias impuestas por el Derecho, cumpliendo de buena fe las obligaciones contractuales explícitas e implícitas concertadas y, en general, observando los deberes éticos adecuados a una responsable conducción de los negocios (Cap. II.1.3).

ALONSO UREBA, A., “El Gobierno de la Sociedad Anónima Cotizada (Reforma Legal versus Códigos de Conducta)”, en (Dir.) ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ SIMANCAS, J., *Instituciones del Mercado Financiero*, vol. V, La Ley-Actualidad, Madrid, 1999, pp. 3211 y ss., ha criticado severamente el carácter supuestamente “ético” del Informe OLIVENCIA, señalando que no se refiere a la ética del leal administrador sino a la ética de la eficiencia económica, utilitarista, de la maximización del beneficio como criterio exclusivo.

Por su parte, en respuesta a dicha crítica, OLIVENCIA RUIZ, M., “El gobierno de las sociedades”, en AA.VV., *Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. II, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 1771 y ss., explica que la utilización del vocablo “ético” en el Informe tendría más un sentido negativo que positivo (Cap. I.4). Entiende que no resulta claro el sentido positivo de las normas éticas (referidas a la conducta humana, a los deberes morales ordenados al bien) y que los “códigos éticos” han replanteado la cuestión entre Moral y Derecho. Afirma el autor que la ética propuesta por el Código OLIVENCIA sería pues “neutra”, válida para agnósticos y ateos, vigente solo en las

Informe ALDAMA disiente de dicha posición, distinguiendo el objetivo de creación de valor de la distribución de dicho valor -lo que implicaría distinguir, correlativamente, el deber de diligencia del deber de lealtad (Cap.II.2.1)-³⁸³, subrayando que el interés de la sociedad no puede reducirse simplemente a la mejora en la cotización bursátil de sus acciones (Cap. II.2.1)³⁸⁴ e introduciendo la ética como elemento decisivo del gobierno corporativo³⁸⁵, todo lo cual llevó a sus autores a identificar el interés social con el “bien de la empresa en su conjunto a largo plazo” (Cap. III.3)³⁸⁶, posición innegablemente cercana a la perspectiva institucionalista de interés social.

relaciones interpersonales. Si bien derecho y moral se ocuparían de la conducta humana, ambos ordenamientos no se identificarían. La moral trataría sobre el bien y el mal de los actos. El derecho perseguiría la justicia. Las normas jurídicas serían exigibles, no así las morales. Sin embargo, en la práctica, los deberes jurídicos y morales se relacionarían. Así, el deber jurídico generaría el deber moral de cumplirlo y, al revés, el deber moral podría ser el origen de normas jurídicas, muchas veces conteniendo conceptos jurídicos indeterminados. Sería entonces ilícito “tanto lo contrario a la ley como a la moral”.

³⁸³ Cfr.: SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, J., “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa”, cit., p. 876, quien explica que el Informe ALDAMA, adopta una doble postura: por un lado, que la creación de valor debe seguir siendo el criterio rector que deben adoptar los administradores y, por otro, que deben cumplir especialmente su deber de lealtad al distribuir dicho valor.

³⁸⁴ Comenta MATEU DE ROS CEREZO, R., *La Ley de Transparencia...*, cit., p. 19, que desde la perspectiva del Informe ALDAMA, la sociedad no se crearía para la consecución de plusvalías bursátiles sino para el lucro, fin propio de la sociedad mercantil (art. 116 CCom).

³⁸⁵ Señala el Informe (Cap. III.3) que debería evitarse “toda acción injusta, incluso más allá de lo que la ley regula” y llevarse a cabo “actuaciones positivas con todos los agentes involucrados directa o indirectamente en la empresa”. Véase: QUIJANO GONZÁLEZ, J. y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios...”, cit., p. 920; MATEU DE ROS CEREZO, R., *La Ley de Transparencia...*, cit., p. 33, y, en sentido crítico, SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, J., “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa”, cit., p. 859, quien sostiene que la ética empresarial no coincide con el ordenamiento societario. Mientras la legalidad se ocuparía de la relación entre una acción y la ley, la moral tendría por objetivo “hacer coincidir el móvil de una conducta empresarial con la motivación que llevó al legislador a imponer determinados deberes”.

³⁸⁶ Si bien el Informe no establece expresamente la obligación de contemplar los intereses de los *stakeholders*, ESTEBAN VELASCO, G., “El gobierno de las sociedades cotizadas...”, cit., p. 54, afirma que sería posible interpretar que la formulación propuesta por el mismo implicaría “una cobertura indirecta hacia la consideración de esos otros intereses”.

2.2.2. *El interés social en el derecho positivo*

i) *La política legislativa seguida por el ordenamiento legal*

Antes de la promulgación de la Ley de Transparencia en el año 2003, y sin perjuicio de la interpretación específica del actual art. 226 LSC (antiguo art. 127 LSA), de la que posteriormente nos ocuparemos, el debate doctrinal en torno a la concepción legal española de interés social, se centraba, principalmente, en la interpretación de los regímenes legales de impugnación de los acuerdos sociales (donde la lesión del interés social constituye una de las causas legales de impugnación), de designación de los miembros del órgano de administración y de supresión del derecho de suscripción preferente (en el que el interés social se encuentra previsto como condición necesaria para habilitar la supresión). Como se expondrá seguidamente, las diversas interpretaciones de estos preceptos legales pondrían de manifiesto la fuerte tensión entre las perspectivas contractualista e institucionalista, anteriormente descritas.

a) Impugnación de acuerdos sociales

Respecto al régimen de impugnación de los acuerdos sociales, establece la ley que pueden ser impugnados los acuerdos contrarios a la ley, los que se opongan a los estatutos o los que “lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros” (art. 204.1 LSC, antiguo 115.1 LSA). La normativa prevé, además, que los acuerdos contrarios a la ley serán nulos, mientras que los demás acuerdos impugnables serán solamente anulables art. 204.2 LSC y, en función de ello, que los sujetos legitimados activamente para impugnar los acuerdos que lesionen el interés social son los socios ausentes a la junta y los asistentes que se hubiesen opuesto al acuerdo o hubiesen sido ilegítimamente privados del voto, así como los administradores (art. 206.2 LSC, antiguo art. 117.2 LSA)³⁸⁷. Por su parte, el art. 251 LSC (antiguo art. 143 LSA) regula la impugnación de

³⁸⁷ Sobre el régimen legal de impugnación de acuerdos sociales, véase por todos: (Dir.) PRESENCIA CRESPO, F., *La impugnación de acuerdos sociales y del Consejo de Administración. Actuación en nombre de otro*, Consejo General del Poder Judicial, Centro de Documentación Judicial, Madrid, 2007.

los acuerdos del Consejo de administración, remitiéndose a los citados arts. 204 y ss. LSC³⁸⁸.

La doctrina contractualista ha subrayado que la exclusión por parte de la ley de cualquier tercero para la impugnación de los acuerdos sociales por contrarios al interés social, evidenciaría la afiliación legal a la formulación contractualista que concibe al interés social como “el interés común de todos los socios”, interés que se vería protegido por la legitimación de la minoría de socios perjudicada para impugnar los acuerdos contrarios al interés común y por la misma legitimación de los administradores, designados para velar por el interés común de todos los socios –no solamente de la mayoría-³⁸⁹. El instrumento de impugnación de acuerdos

³⁸⁸ Respecto de la impugnación de los acuerdos del Consejo, véase: ALCALÁ DÍAZ, M. A., *La impugnación de acuerdos del Consejo...*, cit.

³⁸⁹ Esta es la posición de la doctrina mayoritaria española. Véase, por todos: GIRÓN TENA, J. *Derecho de Sociedades Anónimas*, cit., pp. 199 y 326-327; PAZ-ARES, C., “Ánimo de lucro y concepto de sociedad...”, cit., pp. 752; URÍA GONZÁLEZ, R., MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. y MUÑOZ PLANAS, J.M., *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles, La junta general de accionistas*, tomo V, Civitas, Madrid, 1992, pp. 335-336; GARCÍA LUENGO, R. y SOTO VÁZQUEZ, R., *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima (comentarios y jurisprudencia)*, Comares, Granada, 1991, p. 540; ALCALÁ DÍAZ, M. A., “El conflicto de interés socio-sociedad en las sociedades de capital”, en *RdS*, nº 9, 1997, especialmente, pp. 122 y ss., así como las referencias bibliográficas citadas en dichas páginas del trabajo.

Sin perjuicio de ello, corresponde señalar que esta mayoría doctrinal se vería matizada en el ámbito de las grandes sociedades cotizadas en el que algunos autores no sostienen con tanta contundencia la formulación contractualista del interés social (véase: ALONSO LEDESMA, C., “Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social...”, cit., pp. 40 y ss.; LARGO GIL, R., “La exclusión del derecho de suscripción preferente”, en *Derecho de Sociedades Anónimas*, tomo III, vol. 1, Civitas, Madrid, 1994, p. 629), donde se reconocería la presencia de ciertos elementos institucionalistas.

Por su parte, la jurisprudencia del Tribunal Supremo ha sido uniforme en la adopción de la perspectiva contractualista: véase la STS de 5 de julio de 1986 [RJ 1986, 4415] y la STS de 19 de febrero de 1991 [RJ 1991, 1512], en las que el Tribunal Supremo interpreta y aplica la normativa societaria referida a la impugnación de acuerdos por contrarios al interés social, describe las interpretaciones contractualista e institucionalista de interés social y termina decantándose por una formulación de acento contractualista. Posteriormente, suscribiendo la posición de la sentencias anteriores: SSTS de 18 de setiembre de 1998 [RJ 1998, 6545]; de 4 de marzo de 2000 [RJ 2000, 1502]; de 12 de julio de 2002 [RJ 2002, 8252]; de 29 de noviembre de 2002 [RJ 2002, 10400], y de manera matizada, la de 28 de abril de 2006 [RJ 2006, 1956].

operaría entonces solamente en el ámbito de las relaciones entre mayorías y minorías³⁹⁰. Por lo demás, el hecho de que la ley legitime también a terceros para impugnar los acuerdos nulos, es decir, los acuerdos contrarios a la ley (arts. 204.2 y 206.1 LSC), daría la pauta de que el legislador consideraría que los derechos de los *stakeholders* se encontrarían suficientemente protegidos por los contratos entre las partes y la respectiva legislación específica (laboral, fiscal, medioambiental, etc.) ajena a la societaria³⁹¹, cuyo incumplimiento puede ser invocado por cualquier interesado a través de la impugnación de los acuerdos sociales contrarios a la ley (206.1 LSC). Es decir, desde esta interpretación, la lesión de los intereses de los *stakeholders* no podría invocarse como lesión del interés social para lograr la anulación de los acuerdos sociales.

La función del régimen de anulabilidad de los acuerdos por contrarios al interés social se reduciría a la protección de la minoría de socios. La cláusula del interés social prevista en el art. 204.1 LSC constituiría simplemente un límite negativo al poder de la mayoría. Su contenido material sería meramente de no hacer. La mayoría tendría el deber de abstenerse de dañar el interés común perjudicando así a la minoría, lo que determinaría el denominado “deber fiduciario del socio”³⁹². En tal sentido, se ha afirmado que en el caso de que todos los socios obtuvieran un beneficio a través de un acuerdo que lesiona el interés común previamente pactado, tal acuerdo no sería anulable por aplicación del 204.1 *in fine* LSC, al no haber un interés de la minoría afectado a ser protegido³⁹³.

³⁹⁰ ALCALÁ DÍAZ, M. A., *La impugnación de los acuerdos del consejo...*, cit., pp. 178 y ss.

³⁹¹ El hecho de que el Derecho positivo de sociedades contenga varias normas dirigidas a proteger a los acreedores se explicaría por razones históricas. En efecto, durante el siglo XIX el Derecho de sociedades se habría ocupado de proteger también a los acreedores contractuales por no estar aún desarrollados la contabilidad, los deberes de información y las técnicas de control actualmente, mecanismos de control que actualmente harían innecesaria esa protección por parte del Derecho de sociedades. Véase: ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “El interés social: planteamiento”, publicación en el *blog* del autor (<http://derechomercantiles pana.blogspot.com>), de fecha 22 de octubre de 2010.

³⁹² ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y Derecho de suscripción preferente...*, cit., p. 34.

³⁹³ ALCALÁ DÍAZ, M. A., “El conflicto de interés socio-sociedad...”, cit., p. 130; ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y Derecho de suscripción preferente...*, cit., pp. 40-41.

A la conclusión contraria arriba la doctrina institucionalista, ciertamente minoritaria, al señalar que la legitimación otorgada a los administradores para impugnar los acuerdos sociales (art. 206.2 *in fine* LSC), y no solamente a los accionistas minoritarios, sería un claro indicio de la inclinación institucionalista de la ley societaria. En efecto, siguiendo la línea de razonamiento contractualista que concluye que los acuerdos adoptados por unanimidad, en ningún caso, podrían considerarse contrarios al interés social, no resultaría razonable otorgar derecho de impugnación a ningún sujeto ajeno a los socios. Tampoco a los administradores, a los que, sin embargo, la ley sí atribuye legitimación. Ello llevaría a confirmar la adopción por parte de la ley de un concepto de interés social que tendría por función la protección del patrimonio de la sociedad en beneficio, no sólo de la minoría de socios, sino también de eventuales futuros socios y de los demás *stakeholders* que se relacionan con la sociedad³⁹⁴. No estarían los socios obligados a actuar en beneficio del interés común de los socios, sino, más bien, de manera adecuada al fin social objetivo e independiente de la sociedad (*proper purpose*), resultando impugnables los acuerdos que, como consecuencia de la separación de dicho fin, ocasionen daño a cualquier *stakeholder* (sea socio o no).

b) La regulación del órgano de administración

En lo que se refiere al régimen de designación y destitución de los miembros del órgano de administración societaria, la legislación societaria adoptaría explícitamente un criterio estructuralmente monista de intereses³⁹⁵, en la medida en que atribuiría imperativa y exclusivamente a

³⁹⁴ Cfr.: CARBAJO CASCÓN, F., *La sociedad de Capital Unipersonal*, Aranzadi, Navarra, 2002, p. 466 y ss.; GALGANO, F., *Diritto commerciale, Le società*, Zanichelli, Bologna, 1994, pp. 154 y ss.

La debilidad de este argumento radicaría en que la relación fiduciaria que, en general, existe entre los miembros del consejo de administración y la unanimidad de los socios que los designan, determina que sea muy improbable que los administradores impugnen un acuerdo adoptado por unanimidad. Sin embargo, en rigor, esa cuestión “de hecho” no eliminaría la oportunidad jurídica prevista en la ley; más cuando los administradores son jurídicamente responsables también ante terceros por sus acciones u omisiones (arts. 240 y 241 LSC), no pudiéndose excusar en las instrucciones recibidas de la Junta de socios.

³⁹⁵ Según la terminología utilizada por ESTEBAN VELASCO G., “Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa...”, cit., pp. 20 y ss. Cabe destacar, sin

los socios la competencia para la designación de los administradores (art. 214 LSC –antiguo art. 123 LSA-) bajo las condiciones previstas en el actual art. 213 LSC y, en el caso de los consejos de administración, según el sistema de representación proporcional (art. 243 LSC –antiguo art. 137 LSA-)³⁹⁶. Además, la ley establece que los administradores pueden ser separados de su cargo en cualquier momento por acuerdo de la junta general (art. 223.1 LSC)³⁹⁷ y, en todo caso, cesados cuando incurran en cualquiera de las prohibiciones legales o tengan intereses opuestos a los de la sociedad (art. 224 LSC)³⁹⁸.

Para un sector de la doctrina, de las disposiciones legales citadas surgiría que la ley considera a la junta de socios el órgano más adecuado para la designación de la totalidad de los miembros del órgano de administración, de lo que se ha seguido que el interés común de los socios, tesis contractualista, sería el único a ser contemplado por las decisiones discrecionales de los administradores (modelo no sólo estructural sino también funcionalmente monista de intereses). En efecto, se ha sostenido que no sería admisible otra conclusión ya que sería contradictorio que el legislador encargase a unos gobernar en interés de otros a los que no otorga

embargo, que el reconocimiento por parte de España de la Sociedad Anónima Europea (Ley de transposición de la normativa europea, nº 31/2006), llevaría a admitir la posibilidad de organizar en España sociedades anónimas con órganos de administración estructuralmente plurales. Sobre el régimen de la sociedad europea, véase: (Coord.) ESTEBAN VELASCO, G. y FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *La Sociedad Anónima Europea, régimen jurídico societario, laboral y fiscal*, Marcial Pons, Madrid, 2004.

³⁹⁶ Cabe subrayar que el régimen legal de representación proporcional ha sido duramente criticado por la doctrina española. Por todos, véase: POLO SÁNCHEZ, E., “Los administradores y el consejo de administración...”, cit., pp. 392 y ss., quien explícitamente recomienda su derogación.

³⁹⁷ Lo que para SÁNCHEZ CALERO, F., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, cit., pp. 188 y ss., manifiesta la sumisión del órgano de administración a la junta general. La revocabilidad *ad nutum*, entiende el autor, encontraría su fundamento en la idea de hacer prevalecer siempre los intereses de la sociedad, entendidos como intereses comunes a todos los socios.

³⁹⁸ Esta norma, para los contractualistas, enumeraría causas especiales del cese de los administradores. Su existencia se debería a que en el anteproyecto de Ley se establecía una indemnización de daños y perjuicios para los administradores cesados sin justa causa, constituyendo las enumeradas en esta norma, justas causas de cese.

participación alguna en dicho gobierno³⁹⁹. El régimen de representación proporcional previsto en el art. 243 LSC vendría a reforzar esta posición en la medida en que prevé solamente la representación de minoría de accionistas (instituyendo un mecanismo más de protección de la minoría, del interés común de todos los socios), y no de otros grupos de interés⁴⁰⁰.

Como contraargumento, puede señalarse que las legislaciones inglesa (Companies Act 2006, sec. 172) y portuguesa (art. 64 del Código das Sociedades Comerciais) parecen contemplar justamente dicha situación – entendida como contradictoria por la doctrina contractualista-, en cuanto atribuyen exclusivamente a los socios la designación de los administradores (modelo estructuralmente monista) y, al mismo tiempo, establecen que el órgano de administración debe tener en cuenta otros intereses además del de los socios, especialmente el de los trabajadores de la empresa (modelo funcionalmente pluralista). En tal sentido, del actual art. 214 LSC, no se seguiría necesariamente la adopción legal del modelo contractualista de interés social.

Para la doctrina institucionalista española, la interpretación de dicha disposición en su contexto y en conexión con la prevista en el art. 224.2 LSC -que establece la destitución de los administradores y personas que tuvieran, bajo cualquier forma, intereses opuestos a los de la sociedad, sin resultar trascendente quien los hubiera designado- revelaría la adopción por parte de la legislación societaria española de una concepción abierta a la interpretación institucionalista de interés social, en la medida en que implicaría que no alcanza con la voluntad de la mayoría de socios o de la minoría cualificada (art. 243 LSC) para mantener en el cargo a los administradores⁴⁰¹. El interés social comprendería, desde esta perspectiva, el

³⁹⁹ ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “El interés social: planteamiento”, cit.

⁴⁰⁰ SÁNCHEZ CALERO, F., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, cit., pp. 366 y ss.

⁴⁰¹ Véase: SAEZ GARCÍA DE ALBIZU, J.C., *El objeto social en la sociedad anónima*, cit., p. 75; SAP Barcelona, de 14 de diciembre de 2005, en la que el tribunal del caso entiende que prevalece el interés social sobre el derecho a designar consejeros por el sistema de representación proporcional, agregando que el art. 132.2 LSA (actualmente 224 LSC.2) opera de manera preventiva protegiendo el interés social sin necesidad de que se lleguen a infringir los deberes fiduciarios, lo que implicaría el reconocimiento de la existencia de un interés social independiente del interés de los socios y administradores.

desarrollo de la actividad empresarial de la sociedad y, en consecuencia, sería independiente del interés coyuntural de los socios que designan a los miembros del órgano de administración.

- c) El interés social en la regulación de la exclusión del derecho de suscripción preferente

El régimen legal de exclusión del derecho de suscripción preferente (art. 308 LSC), atribuye a la cláusula de interés social una función específica de presupuesto legitimador de la decisión de exclusión por parte de la junta⁴⁰², en cuanto prevé que, al decidir el aumento de capital, la junta “podrá” acordar la supresión del derecho de suscripción preferente, en los casos en que el interés de la sociedad “así lo exija”⁴⁰³.

La doctrina contractualista mayoritaria ha encontrado en esta disposición un instrumento legal genérico de protección de los intereses de la minoría frente a los potenciales abusos de la mayoría de socios y, al mismo tiempo, la ha utilizado como argumento para afirmar la afiliación de la ley a la perspectiva monista, contractualista, de interés social⁴⁰⁴. En tal

⁴⁰² Cfr.: LARGO GIL, R., “La exclusión del derecho de suscripción preferente”, en AA.VV., *Estudios de Derecho mercantil de la Comunidad Europea...*, cit., p. 628.

⁴⁰³ Se trataría de una “exigencia”, no de una mera conveniencia. En consecuencia si no se cumple estrictamente el supuesto legal, podría impugnarse el acuerdo en los términos legales anteriormente descritos. Cfr.: YANES YANES, P., “Exclusión del derecho de suscripción preferente”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje a Aurelio Menéndez*, tomo II, Madrid, 1996, p. 2654; FLAQUER RIUTORT, J., “La exclusión del derecho de suscripción preferente en la sociedad anónima”, en AA.VV., *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, McGraw-Hill, vol. III, Madrid, 2002, p. 2322.

⁴⁰⁴ En éste sentido, por todos, véase la interpretación del artículo 159 LSA 1989 (prácticamente idéntico al art. 308 LSC) sostenida por ALONSO LEDESMA, C., “Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social...”, cit., p. 36; VÁZQUEZ ALBERT, D., *La exclusión del Derecho de suscripción preferente*, Civitas, Madrid, 2000, pp. 189 y ss. y, del mismo autor, “Comentario del art. 159 LSA”, en (Coord.) ARROYO, I., EMBID, J.M. y GÓRRIZ, C., *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas*, vol. II, Tecnos, Madrid, 2009, p. 1799, quien señala que la cláusula resulta irrelevante; ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y Derecho de suscripción preferente...*, cit., pp. 71 y ss., donde el autor llega a afirmar que resulta inaplicable el régimen de control de la exclusión del derecho de suscripción preferente cuando la decisión es adoptada por la unanimidad de los socios, en la medida en que carecería de sentido por su función de proteger a la minoría.

sentido, de la interpretación literal de la disposición normativa se desprendería que la atribución legal exclusiva a la junta general de la facultad para suprimir el derecho de suscripción preferente, cuando así lo exija el interés social, indicaría que los intereses de los socios son los únicos intereses involucrados en el interés social. Es decir, si el legislador hubiese entendido que deben tenerse en cuenta los intereses de terceros, los hubiera legitimado también para intervenir en la decisión.

Se ha argumentado que el hecho de que los socios “puedan” acordar la no supresión sólo sería compatible con una concepción contractualista de interés social. Si hubiera otros implicados en el interés de la sociedad, la decisión de los socios no podría ser discrecional⁴⁰⁵. La ley solamente obligaría a los socios a hacer un ejercicio de ponderación de intereses, entre el interés particular de cada uno de ellos a mantener su cuota-parte de participación en el capital de la sociedad y el interés común de todos en maximizar el valor de la sociedad (interés social)⁴⁰⁶.

⁴⁰⁵ Cfr.: ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y Derecho de suscripción preferente...*, cit., p. 58; ALONSO LEDESMA, C., “Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social...”, cit., pp. 44 y ss., quien explica que si la norma hubiese empleado el término “tendrá”, en lugar de “podrá”, entonces cabría afirmar, inevitablemente, una noción legal institucional del interés social, pero la atribución facultativa que hace la ley a la junta de socios no sería coherente con la concepción institucional del concepto. El hecho de que se trate de una norma meramente potestativa, determinaría que lo que para la ley debe prevalecer es el interés de los socios, expresado por la mayoría. Se trataría, concluye la autora, de una norma habilitante mediante la que se atribuye una facultad sometida a condición; FLAQUER RIUTORT, J., “La exclusión del derecho de suscripción preferente...”, cit., p. 2323 y ss., quien suscribe las ideas de ALFARO en torno a la cuestión, solo matizadas por la observación de que en el caso de las grandes sociedades abiertas, los aspectos institucionales podrían ser también considerados al resolver la supresión del derecho, en el entendido de que en dichas sociedades, el derecho de suscripción preferente puede convertirse en un serio obstáculo para el adecuado desarrollo empresarial.

⁴⁰⁶ PAZ-ARES, C. y IGLESIAS, J.L., “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho de suscripción preferente”, en *InDret*, nº 1/2007, pp. 20 y ss. El interés social en la ley societaria se convertiría entonces, para estos autores, en un requisito de *proporcionalidad* traducido en tres condiciones: idoneidad, exigibilidad y equilibrio entre lo gravoso del medio empleado y la utilidad a él atribuida. En consecuencia, al tomar la decisión de exclusión del derecho, los accionistas no sólo deberían considerar el interés social sino también, para su ponderación, el interés particular de los socios. En efecto, en las sociedades cerradas el interés particular de los socios por conservar su participación sería más importante que en las cotizadas.

Por su parte, la interpretación institucionalista minoritaria en la doctrina, viene a sostener que el “podrá” del art. 308.1 LSC indicaría simplemente la “capacidad” para suprimir el derecho, no implicaría el otorgamiento de una opción a la junta para suprimirlo discrecionalmente⁴⁰⁷. Una interpretación distinta, se ha afirmado, implicaría o bien incumplir con la exigencia del interés social o, contrariamente, eliminar la discrecionalidad que otorgaría la norma legal⁴⁰⁸. Si realmente lo exige el interés social y la mayoría resuelve, a pesar de ello, no suprimir el derecho de suscripción preferente, cabría inferir que se estaría ocasionando un perjuicio al interés común. En definitiva, si lo exige el interés social, la junta estaría obligada a suprimir el derecho⁴⁰⁹ y si no lo hace, en cuanto “agente”⁴¹⁰, no estaría siendo fiel al interés de la sociedad. La cláusula de interés social en el régimen de supresión del derecho de preferencia tendría por función no ya

⁴⁰⁷ Cfr.: LARGO GIL, R., “La exclusión del Derecho de suscripción preferente del accionista (situación después de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley de Mercado de Valores)”, en *RdS*, nº 14, 2000, pp. 138 y ss., quien afirma que la supresión del derecho de suscripción preferente debe interpretarse, siempre, en términos de “necesidad”. Sin perjuicio de entender que del contexto y del conjunto de la ley surgiría la adopción de la tesis contractualista, sostiene que no puede descartarse la presencia de algún elemento de naturaleza institucional, y concluye que no cabe una formulación apriorística del interés social, sino que la cláusula legal debe ser considerada una “noción abierta”.

⁴⁰⁸ GIANELLI, G., “Esclusione del diritto di opzione e D.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30”, en *Riv. Soc.*, 1988, pp. 781 y ss.

⁴⁰⁹ Véase: SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La acción y los derechos del accionista”, cit., pp. 240 y ss.

A la conclusión contraria, sin perjuicio de su interpretación institucionalista de la disposición legal, llega VELASCO SAN PEDRO, L.A., “El derecho de suscripción preferente”, cit., p. 562, quien sostiene que el objetivo de la norma no sería obligar a la junta a que adopte cierta conducta, sino simplemente establecer los requisitos para que la Junta pueda resolver suprimir el derecho, solución que se inferiría de la expresión legal “podrá acordar”.

⁴¹⁰ En este sentido, el Informe OLIVENCIA (Cap. II, 8.6) recomendaría la extensión de los deberes fiduciarios a los accionistas significativos y el Informe ALDAMA (Cap. III, 2.3), encontraría decisivo para mejorar la seguridad de los mercados la extensión subjetiva de los deberes a quienes sin ser formalmente administradores, desempeñan un papel similar en la sociedad, señalando a los accionistas de control entre tales sujetos.

Al respecto véase también QUIJANO GONZÁLEZ, J., y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios...”, cit., pp. 953-954.

solamente la de protección de la minoría frente a eventuales abusos de la mayoría, sino la de proteger un interés concreto y objetivo, institucional⁴¹¹.

En este sentido, VELASCO SAN PEDRO celebra la posibilidad introducida por la ley de suprimir el derecho de suscripción preferente en cuanto resultaría conveniente para dirimir la “más que posible contradicción” que puede producirse entre el interés de los socios por conservar su posición en la sociedad y el interés social por emitir acciones a personas diferentes⁴¹². Sobre el “interés social”, afirma que la perspectiva contractualista “casa mal” con el modelo legal, inspirado en el Estado social de Derecho y que, en consecuencia, no debería implicar solamente el interés de los accionistas, sino, junto a ellos, en función de la dimensión de la sociedad⁴¹³, otros intereses implicados en la actividad empresarial. Entonces, agrega VELASCO SAN PEDRO, al valorar la adecuación de exclusión del derecho de suscripción preferente a la cláusula del interés social, debería considerarse, no sólo el interés común de los socios, sino también los intereses de los demás grupos que “legítimamente estén vinculados a la suerte de la actividad de la empresa”⁴¹⁴.

ii) *Orientaciones introducidas por la Ley de Transparencia*

Las modificaciones legales referidas al gobierno corporativo y, particularmente, a la definición del concepto de interés social (actual art. 226 LSC), introducidas por la Ley de Transparencia de 2003, constituyeron la respuesta a las recomendaciones sugeridas por los Informes de gobierno corporativo anteriormente mencionados y a un trámite parlamentario peculiar en el que se puso de manifiesto el tradicional enfrentamiento de las perspectivas contractualista (representada por el Partido Popular, entonces

⁴¹¹ SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente del accionista*, cit., p. 341; LARGO GIL, R., “La exclusión del derecho de suscripción preferente”, cit., pp. 627-628; RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A., “El principio de igualdad de los accionistas y exclusión del derecho de suscripción preferente”, en *RDM*, nº 274, 2009, pp. 1487 y ss.

⁴¹² VELASCO SAN PEDRO, L.A., “El derecho de suscripción preferente”, cit., p. 554.

⁴¹³ ALONSO LEDESMA, C., “Algunas consideraciones...”, cit., pp. 41 y ss.

⁴¹⁴ VELASCO SAN PEDRO, L.A., “El derecho de suscripción preferente”, cit., p. 561.

en el gobierno) e institucionalista (reflejada principalmente en las propuestas de enmiendas presentadas por el Partido Socialista)⁴¹⁵.

El artículo primero de la Ley de Transparencia añadió un capítulo a la LMV, luego incorporado como Título XIV de la LSC, con excepción de los apartados 2 y 3 del art. 114 y los arts. 116 y 116 bis (añadido por la Ley nº 6/2007, de 12 de abril) de la LMV, luego derogados por la Ley nº 2/2011, de Economía Sostenible, que reubicó el contenido de dichas normas en los arts. 35, 61 bis, 61 ter y 81.2 LMV respectivamente. Este conjunto de normas impusieron a las sociedades cotizadas una serie de obligaciones de información dirigidas a brindar mayor transparencia a las transacciones realizadas en el mercado de valores y a facilitar la operativa de los diversos agentes que participan en el mismo.

Así, los arts. 512 y 517 LSC, prevén la obligación de elaborar y comunicar a la CNMV reglamentos de funcionamiento de la junta general de accionistas⁴¹⁶ y del consejo de administración⁴¹⁷; los arts. 518 a 523 LSC

⁴¹⁵ El trámite parlamentario de la norma, así como las propuestas de modificación de cada uno de los partidos pueden encontrarse en: <http://www.congreso.es/portal/page/portal/Congreso/Congreso/Iniciativas>.

⁴¹⁶ Sobre la obligación de elaborar el Reglamento de la Junta General, véase: FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “El Reglamento de la Junta General en la Ley de Transparencia de las Sociedades Anónimas Cotizadas (Art. 113 LMV)”, en *RDBB*, nº 93, 2004, pp. 55 y ss.

⁴¹⁷ Al confeccionar el Reglamento del Consejo de Administración, varias sociedades cotizadas españolas han resuelto explicitar su interpretación respecto del alcance que otorgan a la cláusula de interés social, adoptando algunas la perspectiva contractualista mientras otras una perspectiva más cercana a la institucionalista. Así, por ejemplo, el art. 5 del Reglamento del Consejo de Banco Santander S.A., establece que “el consejo de administración y sus órganos delegados ejercerán sus facultades y, en general, desempeñarán sus cargos con el fin de maximizar el valor de la empresa en interés de los accionistas”, mientras el art. 7 del Reglamento del Consejo de Telefónica S.A., dispone que “el Consejo de Administración desarrollará sus funciones de conformidad con el interés social, entendido como el interés de la Compañía; y, en este sentido, actuará para garantizar la viabilidad de la Compañía a largo plazo y maximizar su valor, ponderando además los intereses plurales legítimos, públicos o privados, que confluyen en el desarrollo de toda actividad empresarial”, y el art. 5.4 del Reglamento del Consejo de INDITEX señala que “los administradores desarrollarán sus funciones de conformidad con el interés social, entendido como la viabilidad y la maximización de la empresa a largo plazo en interés común de todos los accionistas, lo que no deberá impedir la consideración de otros intereses legítimos, públicos o privados, que confluyen en el desarrollo de toda actividad

regulan la publicidad de los pactos parasociales que afecten a la sociedad cotizada; los arts. 524 a 528 LSC prevén una serie de obligaciones específicas de información societaria; el art. 35.1 LMV⁴¹⁸ (anteriormente 114.2 LMV) impone los deberes de información de las operaciones intragrupo ajenas al tráfico ordinario de la sociedad; el art. 81.2 LMV⁴¹⁹ (anteriormente art. 114.3 LMV) establece la prohibición de utilizar información privilegiada o reservada para operaciones sobre valores de la sociedad administrada o de su grupo; los art. 61 bis y 61 ter LMV⁴²⁰ (anteriormente arts. 116 y 116 bis LMV) regulan el contenido de la obligación de hacer público el informe anual de gobierno corporativo, incluyendo la delegación al Ministerio de Economía para su determinación concreta (art. 61 bis. 4), delegación que tuvo por consecuencia la publicación del “Código Unificado de Gobierno Corporativo” (CUGC) en el año 2006⁴²¹, cuyo cumplimiento se somete al principio “cumplir o explicar” (art. 61 bis.4.g LMV –anterior art. 116.4.f LMV-) ⁴²² y, por último, el art. 61 ter establece la obligación de informar anualmente sobre remuneraciones de los consejeros.

La cuestión del interés social es tratada en la Recomendación nº 7 del CUGC de 2006, donde se afirma que el criterio que debería guiar la actuación del consejo de administración es “la maximización, de forma sostenida, del valor económico de la empresa”⁴²³. Considera el CUGC que

empresarial, y especialmente los de los otros «grupos de interés» de la sociedad: empleados, clientes, proveedores y sociedad civil en general”.

⁴¹⁸ Redacción dada por la Ley nº 2/2011, de Economía Sostenible, disposición final quinta, numeral dos.

⁴¹⁹ Redacción dada por la Ley nº 2/2011, de Economía Sostenible, disposición final quinta, numeral seis.

⁴²⁰ Redacción dada por la Ley nº 2/2011, de Economía Sostenible, disposición final quinta, numeral tres.

⁴²¹ Un comentario detallado del CUGC puede encontrarse en los diferentes trabajos publicados en el nº 27 de la *RdS*, publicado en el año 2006, en los que se analiza cada una de las Recomendaciones del CUGC.

⁴²² Al respecto, explica el CUGC (I.I. Principios básicos) que corresponde a los inversores valorar las explicaciones que sobre el cumplimiento del Código den las sociedades cotizadas.

⁴²³ Al respecto, MATEU DE ROS CEREZO, R., *El código Unificado...*, cit., pp. 174-175, advierte que sin perjuicio del carácter explícito con que el CUGC se afilia a la perspectiva

esta formulación sería preferible a otras porque proporcionaría al consejo “una directriz clara que facilita la adopción de decisiones y su evaluación”⁴²⁴. Sin embargo, seguidamente aclara que este objetivo debería desarrollarse respetando las exigencias del Derecho, cumpliendo de buena fe las obligaciones contractuales explícitas e implícitas con los diversos *stakeholders* y cumpliendo con los principios de responsabilidad social corporativa que la sociedad hubiera considerado razonable adoptar voluntariamente. El CUGC habría optado, entonces, por una perspectiva “contractualista moderada”⁴²⁵, frente a la noción “pluralista moderada” que propone la consideración de aspectos ajenos al interés común de los socios⁴²⁶.

En definitiva, según sostiene ESTEBAN VELASCO⁴²⁷, bajo el régimen vigente, los administradores i) en todo caso, deberían constituirse en

contractualista, de verse en la creación de valor para los accionistas, sin matices, la misión de la empresa y del buen gobierno corporativo (década de los 90), las prioridades se han desplazado a otros valores como el de la continuidad de la empresa (su identidad, independencia, resultados y subsistencia), del que se derivaría la creación de valor para los accionistas, clientes, trabajadores y comunidad en general, pero siempre en condiciones de continuidad (largo plazo). El polo de interés del gobierno corporativo se movería hacia los accionistas, hacia los mercados y hacia los *stakeholders* que se “sitúan en el amplio ámbito de la responsabilidad corporativa”. En consecuencia, no sería apropiado, concluye el autor, concebir el sistema gobierno corporativo como de exclusiva protección de los inversores y accionistas.

⁴²⁴ Reforzando esta perspectiva, el art. 6 del Reglamento Tipo del Consejo de Administración ajustado al Código de Buen Gobierno, publicado por la CNMV, se refiere a la creación de valor para el accionista como criterio rector de la actuación de los administradores.

⁴²⁵ Respecto de la Recomendación nº 7 del CUGC que trata el tema del interés social, véase: ESTEBAN VELASCO, G., “Reorganización de la composición del Consejo: clases de consejeros, en particular los consejeros independientes (Recomendaciones 7 y 9 a 15)”, en *RdS*, nº 27, 2006, pp. 111 y ss., quien señala que mientras la legislación societaria habría dejado abierto el problema al definir el interés social como el interés de la sociedad, el CUGC habría adoptado la denominada “interpretación contractualista moderada”.

En el mismo sentido, véase también SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, J., “Creación de valor, interés social...”, cit., p. 905.

⁴²⁶ Noción sostenida por EMBID IRUJO, J.M., “La responsabilidad social corporativa...”, cit., p. 27.

⁴²⁷ ESTEBAN VELASCO, G., “Reorganización de la composición del Consejo...”, cit., pp. 112-113.

garantes de las leyes (“deberes impuestos por las leyes”) laborales, de consumo, medioambientales, con independencia de las consecuencias que su cumplimiento tuviera en la rentabilidad de la empresa; ii) podrían adoptar prácticas de responsabilidad social corporativa que, al mismo tiempo, contribuyan a mejorar la rentabilidad de la sociedad; iii) a través de la autorregulación, podrían establecer cláusulas que determinen la contemplación del interés de otros *stakeholders*.

Sin perjuicio de lo dicho, desde nuestro punto de vista, de acuerdo a lo dispuesto en el art. 61 bis.4.g LMV⁴²⁸ (anteriormente 116.4.f LMV), cabría afirmar que en caso de que la sociedad cotizada resolviera adoptar una noción de interés social distinta a la sugerida por la recomendación nº 7 del CUGC, debería, simplemente, explicar las razones de dicha falta de seguimiento en su informe anual de gobierno corporativo, no teniendo ello más consecuencias que la reacción de los inversores en el mercado.

Por su parte, el artículo segundo de la Ley de Transparencia introduce una serie de modificaciones en la LSA, actualmente contenidas en la LSC. En concreto, establece facilidades para la participación de los socios en la junta general (arts. 184.2, 189.2 y.3 LSC), refuerza los derechos de información de los socios (art. 197 LSC), regula los deberes fiduciarios de los administradores (arts. 225 a 232 LSC) y da nueva redacción al régimen de responsabilidad de los administradores (arts. 236 y ss. LSC)⁴²⁹.

Al regular los deberes fiduciarios de los administradores, la Ley de Transparencia introduce nuevas menciones al interés social, siendo la más significativa para su análisis la del actual art. 226 LSC (anteriormente art.

⁴²⁸ Redacción dada por Ley nº 2/2011, de Economía Sostenible, Disposición final Quinta, numeral tres.

⁴²⁹ Sobre las modificaciones introducidas por la Ley de transparencia en la LSA, véanse, por todos, DUQUE DOMÍNGUEZ, J., “Del texto refundido de la LSA de 1989 a la Ley de transparencia de 2003”, en (Coord.) RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., *Derecho de sociedades anónimas* cotizadas, vol. 1, *RdS*, 2006, pp. 251 y ss.; QUIJANO GONZÁLEZ, J. y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios...” cit. 925 y ss.; FERNÁNDEZ PÉREZ, N., “El significado de la Ley de Transparencia en la modernización del Derecho societario español”, en *RdS*, nº 22, 2004, pp. 87 y ss.; IGARTUA ARREGUI, F. y JUSTE MENCÍA, J., “Deberes de los administradores (reforma de la LSA por la Ley de Transparencia)”, en *RdS*, nº 24, 2005, pp. 75 y ss.

127 bis LSA), en la medida en que establecería una definición legal del concepto. En efecto, dispone el art. 226 LSC que “los administradores desempeñarán su cargo como un representante leal en defensa del interés social, entendido como interés de la sociedad, y cumplirán los deberes impuestos por las leyes y los estatutos”⁴³⁰. La trascendencia del análisis e interpretación de este precepto aparece evidente, en cuanto se presenta como eje en torno al cual habrán de girar y orientarse los deberes fiduciarios de los administradores sociales posteriormente enumerados por la ley⁴³¹.

El proceso legislativo de la formulación legal vigente (“interés social, entendido como interés de la sociedad”) lleva a descartar interpretaciones exclusivamente contractualistas e institucionalistas del concepto de interés

⁴³⁰ En la redacción dada por la LSC puede identificarse alguna diferencia con la original redacción de la Ley de Transparencia que disponía que “los administradores deberán cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con fidelidad al interés social, entendido como interés de la sociedad”. En la redacción anterior el cumplimiento de los deberes legales y estatutarios debía hacerse con fidelidad al interés social. Podría interpretarse, que la redacción actual indicaría que por un lado debe administrarse en defensa del interés social y por otro, de manera yuxtapuesta o separada, cumplir con los deberes impuestos por las leyes y los estatutos, siendo esto completamente ajeno al interés social. Sobre la novedades introducidas por la LSC en el ámbito de la regulación legal de los deberes fiduciarios, véase: ESTEBAN VELASCO, G., “La administración de las sociedades de capital”, en *RdS*, n° 36, 2011, pp. 157 y ss., quien, en síntesis, entiende que la nueva legislación i) introduce una más clara separación de los dos grandes deberes fiduciarios de los administradores: diligencia y lealtad; ii) extiende a los administradores de las SRL los deberes de lealtad establecidos en la Ley de Transparencia de 2003 para los administradores de SA, y iii) extiende la prohibición de competencia de los administradores de las SRL a los administradores de las SA.

⁴³¹ Cfr.: FONT GALÁN, I., “El deber de diligente administración en el nuevo sistema de deberes de administradores sociales”, en *RdS*, n° 25, 2005, p. 90, quien interpretando la legislación societaria anterior a la LSC que establecía un “deber de fidelidad” (art. 127 bis LSA), explicaba que esta disposición legal, al establecer el deber de fidelidad al interés social, proporcionaría un “prisma” para entender y aplicar los deberes fiduciarios. En tal sentido, siendo fiel al interés social, los administradores lograrían ser plenamente diligentes y leales. En efecto, la redacción de la ley anterior a la LSC, preveía un deber de fidelidad al interés social (art. 127 bis LSA) que podía llegar a ser interpretado como un estándar general, concretado en las *rules* que constituirían los deberes de diligencia (art. 127 LSA) y lealtad (arts. 127 ter y quater LSA). Esta interpretación sería más difícil de sostener en la nueva organización de los deberes dispuesta por la LSC, en la que la defensa del interés social se integra en el deber de lealtad (art. 226 LSC), suprimiéndose el denominado deber de fidelidad.

social previsto. En efecto, por un lado, no podría identificarse con la perspectiva contractualista que lo vincula exclusivamente con el interés común de los socios, pues esa era la formulación propuesta originariamente por el proyecto de ley, nº 121/000137, presentado por el gobierno, publicado con fecha 28 de marzo de 2003, expresamente rechazada durante el trámite parlamentario. Dicha propuesta establecía que el interés social debía ser “entendido como interés común a todos los socios”⁴³². Por otro lado, tampoco cabría una interpretación puramente institucionalista de la disposición legal que conciba al interés social como “interés de la empresa en su conjunto”, concepción que inspiraba la propuesta de enmienda del grupo parlamentario socialista, desechada durante el proceso legislativo. Dicha propuesta planteaba integrar la norma dentro del deber de diligencia - que debía ser, a su juicio, más adecuadamente desarrollado-, el que, entre otros deberes, debía implicar “actuar en interés de la empresa en su conjunto, teniendo en cuenta el de los accionistas, trabajadores, acreedores, clientes y proveedores”.

La redacción final de la norma, actualmente vigente en el art. 226 LSC, tiene su origen en la propuesta de enmienda del grupo parlamentario popular⁴³³. La justificación ofrecida para la enmienda fue, simplemente, que la concepción de interés social como “interés común de todos los socios” no era unánime en la doctrina, sino que un sector de la misma lo consideraba como “el interés de la sociedad”, siendo más conveniente esta formulación, máxime cuando el art. 127 ter.3 LSA (actual 229.1 LSC) hablaba de “interés de la sociedad”. Ciertamente, el desarrollo legislativo del deber de lealtad (arts. 227 a 232 LSC) coadyuvaría a sostener que, de acuerdo a la ley societaria española, no puede prescindirse del objeto social, de la empresa (en el que se aglutinarían intereses de los *stakeholders*), en la determinación del interés social en cada caso concreto.

⁴³² Cabe subrayar que al ser presentado el proyecto en el Congreso (con fecha 17 de marzo de 2003), el entonces ministro de economía aclaraba, al referirse a esta norma, que el interés social se identificaba con la creación de valor para el accionista, según la propuesta del Código OLIVENCIA, resaltando aún más la concepción monista del proyecto de ley.

⁴³³ Véase el informe de ponencia parlamentaria del 13 de mayo de 2003 (BOCG. Congreso de los Diputados nº A-137-6), la aprobación de la comisión con competencia legislativa plena del 21 de mayo de 2003 (BOCG. Congreso de los Diputados nº A-137-7) y la aprobación definitiva del 11 de julio de 2003 (BOCG. Congreso de los Diputados nº A-137-9).

Para un sector de la doctrina española, la redacción final otorgada a la norma, así como su trámite parlamentario, sugerirían, si bien no explícitamente, la inclinación de la nueva legislación societaria por una visión de corte institucionalista o, al menos, el abandono de la fórmula clásica de la perspectiva contractualista del interés social, entendida como interés común de los socios⁴³⁴.

En sentido contrario, la doctrina contractualista mantiene que sería tan equivocado pensar que el concepto de interés social previsto actualmente en el art. 226 LSC reuniría el interés de los accionistas y el de todos *stakeholders*, como sostener que la ficción de la personalidad jurídica gozaría de un interés propio. El interés social, aún después de la ley de Transparencia, no podría identificarse más que con el interés del conjunto de

⁴³⁴ Cfr.: EMBID IRUJO, J.M., “Perfil jurídico de la responsabilidad social corporativa”, cit., p. 61 y del mismo autor “Comentario al art. 127 bis LSA”, en (Coord.) ARROYO, I., EMBID, J.M. y GÓRRIZ, C., *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas*, vol. II, Tecnos, Madrid, 2009, pp. 1423 y ss.; QUIJANO GONZÁLEZ, J., y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios...”, cit., p. 956 sostienen que la nueva concepción legal permite afirmar que nos encontramos ante un neoinstitucionalismo dirigido a la defensa de la “eficiencia de la estructura societaria como instrumento de organización de la actividad de la empresa”; DÍAZ ECHEGARAY, J.L., *Deberes y responsabilidades de los administradores...*, cit., p. 147, se inclina por una solución intermedia e interpreta que el interés social debe identificarse con el interés del conjunto de socios, pero que su logro no debe implicar perjudicar el interés de los trabajadores, de los acreedores o el interés general, los que, en consecuencia, deben ser tenidos en cuenta por los administradores; ESTEBAN VELASCO, G., “Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa...”, cit., p. 53, entiende que la norma permite “blindar” a los administradores frente a eventuales acciones de responsabilidad por decisiones sociales dirigidas a proteger intereses ajenos al interés exclusivo por el logro de mayores beneficios económicos, ya que su conducta no podría ser calificada de antijurídica, aunque, por otro lado, no garantizaría que los administradores actúen siempre de esta manera; MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “El concepto de interés social...”, cit., p. 272, propone identificar el interés social con el interés de aquellos que estén más directamente afectados por la decisión societaria al momento de ser adoptada, dadas las circunstancias, a través de una “ponderación justa de los intereses en juego”; MATEU DE ROS CEREZO, R., *La Ley de Transparencia...*, cit., p. 146, sostiene que los administradores deberían perseguir un “interés común, general”, identificable con la continuidad y rentabilidad de la sociedad y no con el interés de de sus accionistas.

socios⁴³⁵. Esta, por cierto, parece haber sido la posición adoptada, aunque ciertamente matizada, por el CUGC de 2006⁴³⁶, al que la LMV se remite con base en el principio “cumplir o explicar” (art. 61 bis.4.g LMV). Es decir, al menos las sociedades cotizadas, deben ajustarse a la noción de interés social prevista en el CUGC, integrando de esta manera la noción de interés social prevista en el art. 226 LSC, o, en su defecto, explicar las razones por las que no acoge dicha noción.

Por su parte, la jurisprudencia del Tribunal Supremo, sin perjuicio del intenso debate doctrinal que en torno al concepto de interés social habría reavivado la Ley de Transparencia, ha afirmado recientemente, al examinar el régimen español, que los intereses sociales resultan de la suma de los intereses de todos los socios⁴³⁷, y, en el caso particular del régimen comunitario de OPAs, que el interés social relevante, en estos casos, es el de

⁴³⁵ Cfr.: SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa”, cit., pp. 905-906; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *Derecho de sociedades*, cit., p. 162.

Por su parte, MARCOS FERNÁNDEZ, F. y SÁNCHEZ GRAELLS, A., “Necesidad y sentido de los consejeros independientes...”, cit., pp. 512 y ss., diferencian los conceptos de interés social y voluntad social. La voluntad social se manifestaría a través de las decisiones de la junta. El interés social, en cambio, sería lo que beneficia a todos los socios, esto es, aquello que “maximice el valor del patrimonio social de manera sostenible, a largo plazo”. Explican que, por el carácter jurídicamente indeterminado del concepto, no sería posible encontrar dos sociedades con idéntico interés social (no existiría un interés social abstracto: “*one size fits all*”). El interés social variaría según las circunstancias que afecten la sociedad en cada momento, las acciones más adecuadas al interés social dependerían de la evolución de la sociedad y de la actividad empresarial que desarrolle (carácter dinámico del concepto).

⁴³⁶ El CUGC se inclina expresamente por la interpretación contractualista de interés social “que pone el énfasis en el interés común de los accionistas”, en cuanto entiende que es la opción más adecuada para el ejercicio de la responsabilidad y la que mejor responde a las expectativas de los inversores, a quienes, en definitiva, el Consejo debe rendir cuentas. Sin embargo, al establecer la Recomendación 7ª referida a esta cuestión, el CUGC matiza sensiblemente la formulación, recomendando que el Consejo se guíe por el “interés de la compañía, entendido como hacer máximo, de forma sostenida, el valor económico de la empresa”, formulación que al incorporar el elemento “largo plazo” se acerca a la perspectiva institucionalista del concepto. Seguidamente, además, se refiere explícitamente a la relación con los *stakeholders* sobre las que recomienda que se cumplan las leyes y reglamentos, cumpla de buena fe los contratos, respete los usos y buenas prácticas y cumpla los principios de responsabilidad social que hubiera aceptado voluntariamente.

⁴³⁷ STS de 7 de marzo de 2006 [RJ 2006, 5700].

los accionistas, es decir, el de los propietarios de la empresa, no pudiendo ser esgrimido por sus administradores ningún otro interés como prevalente a aquel⁴³⁸. Respecto al caso específico de las OPAs tratado por la mencionada jurisprudencia, corresponde señalar, sin embargo, que la reciente modificación normativa introducida por la Ley nº 6/2007, de 12 de abril (posteriormente reglamentada por el RD nº 1066/2007, de 27 de julio⁴³⁹), habría puesto en duda la interpretación contractualista de la cláusula de interés social en situaciones de OPAs, cuando en el apartado II de su Exposición de motivos señala que “el órgano de administración de la sociedad afectada deberá obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto”. Nótese que, la ley no se refiere al interés “de los accionistas en su conjunto”, como habría correspondido desde la perspectiva contractualista tradicional, sino al de la “sociedad en su conjunto”, formulación, indudablemente, más cercana a la tesis institucionalista del interés social.

Finalmente, se ha sostenido también el carácter pleonástico de la formulación finalmente adoptada por la ley⁴⁴⁰, lo que podría interpretarse como una voluntad expresa de dejar la cuestión abierta a la interpretación doctrinal y jurisprudencial⁴⁴¹. El trámite parlamentario sugeriría, en efecto,

⁴³⁸ STS de 28 de abril de 2006 [RJ 2006, 1965].

⁴³⁹ Al respecto, véase: (Dir.) GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Civitas, Cizur Menor, 2009.

⁴⁴⁰ Cfr.: MATEU DE ROS CEREZO, R., *La Ley de Transparencia...*, cit., p. 144; LLEBOT MAJÓ, J.O., “Los deberes y la responsabilidad de los administradores”, cit., p. 29; VÁZQUEZ ALBERT, D., “Comentario del art. 159 LSA”, cit., pp. 1800.

En el mismo sentido, PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., p. 122, afirma que la norma contradice los cánones de la lógica y que convierte lo definido en definición; aunque posteriormente rectifica su posición en PAZ-ARES, C., “Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo”, cit., pp. 12 y ss., donde considera que, en realidad, la cláusula de interés social estaría dirigida a ofrecer un margen de discrecionalidad amplio a los órganos sociales.

⁴⁴¹ MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “El concepto de interés social...”, cit., p. 272. La determinación judicial del interés social en cada caso concreto había sido defendida, con anterioridad a la Ley de Transparencia, por la doctrina institucionalista por entender que el interés de la sociedad es un valor jurídico superior al de la mayoría (así, ARROYO MARTÍNEZ, I., “Reflexiones en torno al interés social”, cit., pp. 1852 y ss.) por lo que

que, el legislador del art. 226 LSC (anteriormente, art. 127 bis LSA) habría optado por una formulación difusa del concepto de interés social atendiendo al debate doctrinal en torno al mismo⁴⁴². Entre quienes proponen definir el interés social como el interés común de los socios y quienes proponen concebirlo como interés de la empresa en su conjunto, habría resuelto no afiliar la ley a ninguna de las dos posiciones, posibilitando distintas interpretaciones, incluso contradictorias, a las que deben enfrentarse los administradores y, en su caso, los jueces, al aplicar la norma para juzgar la actuación de los administradores en los casos concretos⁴⁴³.

Esta interpretación, ciertamente, generaría una significativa inseguridad jurídica. Sin embargo, se consideraría que respecto del contenido de la cláusula de interés social no puede alcanzarse una solución “correcta” por tratarse de un problema político. No se trataría de una cuestión de derecho positivo sino de otro tipo de normas (morales, de justicia, juicios de valores sociales), que podrían calificarse de metajurídicas⁴⁴⁴.

debería ser el juez el legitimado, como órgano supremo de convivencia, para concretarlo en cada caso.

⁴⁴² Véase: ESTEBAN VELASCO, G., “La administración de las sociedades de capital”, cit., p. 168, quien advierte que la LSC no introdujo cambios en la noción legal de interés social y propone, una vez más, la necesidad de avanzar hacia la formulación legal del concepto en términos semejantes a la establecida en la secc. 172 de la Companies Act inglesa o el art. 64 del Código das sociedades portugués, es decir, abierto a un cierto pluralismo de intereses “compatible con el sistema de las empresas privadas en una economía de mercado sostenible” (art. 2, Ley nº 2/2011, de Economía Sostenible).

⁴⁴³ Al respecto, podrían recordarse las ideas de KELSEN, H., *Teoría pura del Derecho* (1935), Edición de Universidad Autónoma de México, Ciudad de México, 1981, pp. 349 y ss., quien afirmaba que toda norma jurídica sufriría un cierto grado de indeterminación que en ciertos casos podría ser intencional, establecida expresamente por el órgano que la creó para que luego sea aplicada discrecionalmente por el juez en cada caso concreto. La norma general se establecería entonces para que la norma particular –la sentencia judicial–, que surge de su aplicación, continúe el proceso de determinación que configuraría “el sentido mismo de la secuencia graduada de normas”. En este sentido, la norma del art. 226 LSC, constituiría un marco dentro del que estarían presentes varias posibilidades de aplicación, por lo que, toda actuación del administrador sería conforme a ella siempre que se mantenga dentro de ese marco

⁴⁴⁴ Corresponde remitir, en sentido contrario al positivismo de KELSEN, a las ideas de DWORKIN, R., *Los derechos en serio* (1977), Ariel Derecho, Barcelona, 1984, pp. 146 y ss., quien, en definitiva, sostiene que sí habría una solución “correcta” objetiva de los casos

En definitiva, ante la formulación legal de la cláusula de interés social, cabrían dos posibilidades: i) otorgar al juez la facultad de integrar la norma en cada caso concreto o ii) admitir que sean los propios agentes del mercado quienes según su capacidad de negociación y convicciones éticas, regulen libremente (por contrato) sus relaciones empresariales, teniendo la interpretación judicial una función subsidiaria de la voluntad de las partes, interpretación que parece la más acertada, en la medida en que permitiría brindar mayor espacio a la libertad y creatividad empresarial de todos los *stakeholders* y, en consecuencia, mejores oportunidades para estructurar de la manera que cada uno de ellos -de acuerdo a su capacidad de negociación- estimen subjetivamente más eficiente en la consecución de sus intereses particulares⁴⁴⁵.

2.3. Recepción del concepto en el Derecho comparado

La discusión jurídica en torno al concepto de interés social ha desempeñado una función de gran importancia a la hora de reelaborar los principios inspiradores de los regímenes de gobierno de las grandes

“difíciles”, no dependiente de la discrecionalidad judicial, que debe encontrarse en los “principios” que inspiran la norma, siendo los principios éticos fundamentales en su línea de razonamiento, los que ALEXY, R., *Teoría de la argumentación jurídica* (1983), traducción de ATIENZA, M. y ESPEJO, I., Centro de estudios políticos y constitucionales, Madrid, 2007, pp. 232 y ss., denominaría “argumentos teleológico-objetivos”, fines “rationales” del legislador. Véanse también las aportaciones de LARENZ, K., *Metodología de la ciencia del Derecho*, cit., en lo referente a la integración de las lagunas legales.

⁴⁴⁵ En todo caso, como afirmaría HAYEK, F., *Los Fundamentos de la libertad* (1960), Unión Editorial, Madrid, de 1998, p. 151, no hay que buscar la sabiduría superior en las resoluciones de la mayoría parlamentaria. Si por algo se caracterizaría la decisión adoptada por mayoría es por ser necesariamente inferior a las decisiones que los miembros más inteligentes del grupo adoptarían tras escuchar todas las opiniones. Las resoluciones mayoritarias, agrega HAYEK son producto de una meditación menos cuidadosa y generalmente representan un compromiso que no satisface a nadie y cuando no responden a normas comúnmente aceptadas, estarían predestinadas a provocar consecuencias que nadie desea. Este es, justamente al escenario al que se enfrenta art. 226 LSC, por lo que la interpretación más aconsejable de la misma parecería ser que sean los propios agentes del mercado, los que se pongan libremente de acuerdo acerca del alcance del concepto en cada sociedad y en cada caso concreto.

sociedades cotizadas, promovido por el movimiento de *corporate governance* en diferentes estados de la Unión Europea. Tal como se advirtió anteriormente, sin embargo, ha podido constatarse que el contenido otorgado a la cláusula de interés social en los diferentes ordenamientos se ha visto sensiblemente influido por la tendencia política de los gobernantes. Así, como se verá, el paradigma contractualista habría obtenido mayor reconocimiento en los países con tradición y gobierno liberal, mientras que el institucionalista lo habría tenido en ordenamientos inspirados por gobiernos confiados en la planificación a través de normas imperativas (función ordenadora del Derecho), como instrumento dirigido a la consecución de la “justicia social”.

Cabe destacar además que las diferencias en la evolución cultural, jurídica y económica de los países, habrían introducido en el análisis diversos factores a tener en cuenta al interpretar y explicar las razones que llevaron, a cada estado, a dotar al concepto de interés social de un contenido específico concreto. En este contexto, por un lado se encontrarían los países del ámbito anglosajón (EE.UU y Reino Unido) y por otro, los estados continental-europeos (Alemania, Francia, Italia, etc.).

Finalmente, otra cuestión a tener en cuenta es la particular vinculación establecida entre las normas legales y el *soft Law* -integrado básicamente por los códigos e informes de buenas prácticas de gobierno corporativo -. En efecto, mientras en algunos ordenamientos, la ley se ocupó explícitamente de otorgar respaldo normativo a las recomendaciones de los códigos o simplemente se mantuvo silencio al respecto, en determinados estados, se siguió la solución de origen anglosajón basada en el principio “*comply or explain*”, principio que, como se explicó en el primer capítulo del presente trabajo, pretende conciliar el carácter orientador de las “buenas prácticas de gobierno corporativo” y la protección de la indispensable autonomía de la voluntad para el desarrollo exitoso de la empresa.

2.3.1. *El interés social en el ámbito europeo*

i) *Reino Unido*

El movimiento de *corporate governance* hace su ingreso formal al ámbito europeo en el Reino Unido, con la publicación del *CADBURY Report*, de 1992, informe pionero de gobierno corporativo en Europa. El hecho no es casual, considerando la estrecha vinculación de este país con la cultura, el derecho y el mercado de Estados Unidos, donde las buenas prácticas de gobierno corporativo venían siendo impulsadas desde años atrás⁴⁴⁶.

El proceso de reforma del derecho de sociedades inglés, orientado a las buenas prácticas de gobierno corporativo y, entre ellas, a la definición del concepto de interés social, comenzó años antes de la publicación del Informe CADBURY con la promulgación de la Ley de servicios financieros de 1986 por la que se desreguló la Bolsa de Valores de Londres⁴⁴⁷, ocasionando el denominado “*Big Bang* de la bolsa” y, fundamentalmente, con la *Company Act*, de 16 de noviembre de 1989, en la que se hizo especial hincapié en la diligencia de los administradores, en las prácticas adecuadas de mercado, en la transparencia de la información y en la cooperación con las autoridades reguladoras⁴⁴⁸. En efecto, las propuestas de mejora del gobierno de las grandes sociedades en el Reino Unido han tenido como

⁴⁴⁶ Además, fue en el Reino Unido donde tradicionalmente tuvo lugar el debate intelectual entre los partidarios de la intervención estatal y los defensores del liberalismo con variadas posiciones intermedias. El conocido enfrentamiento entre John Maynard KEYNES y Friedrich HAYEK de la primera mitad del siglo XX, perpetuado luego por los discípulos de ambos, constituye una contundente evidencia de dicho debate. Sin perjuicio del “triumfo” de las ideas keineseanas en el ámbito político, los mercados ingleses –y en particular sus mercados de valores- han respetado, tradicionalmente, el principio de autorregulación, adecuado a las ideas del liberalismo, lo que, por un lado, gozaría de evidentes ventajas (flexibilidad, conocimiento inmediato y adecuado de las circunstancias del mercado, reducción de gasto público) y, por otro, de eventuales desventajas (posibilidad de abusos, conflictos de interés, descontrol, etc.).

⁴⁴⁷ La desregulación, atendiendo a las teoría del análisis económico del derecho guiada por el “principio de eficiencia”, preponderante en el ámbito norteamericano de ese momento, apuntaba a eliminar aquellas normas que produjeran ineficiencia e introducir normas que indujeran a la eficiencia económica.

⁴⁴⁸ Al respecto, véase: GARRIDO GARCÍA, J.M., “La regulación de los mercados financieros...”, cit., pp. 549 y ss.

principal protagonista y motor del movimiento a la Bolsa de Valores de Londres la que ha promovido la investigación y redacción de los informes y códigos de buenas prácticas, para luego sujetar la admisión a de las empresas a la bolsa, a su cumplimiento (o explicación de no cumplimiento).

Tras la publicación de los pioneros Informes CADBURY⁴⁴⁹ y GREENBURY⁴⁵⁰, el *HAMPEL Report*, publicado en enero de 1998, se refiere expresamente a la discusión que enfrentaba a los partidarios del “*shareholders value*” con los defensores del “*stakeholders value*”⁴⁵¹, estableciendo que los administradores deben actuar en “interés de los socios”, por encima de los otros intereses que puedan concurrir en la sociedad (Ap. 1.16). Sin embargo, acto seguido, matiza su posición afirmando que el objetivo de la sociedad solo puede conseguirse desarrollando y manteniendo las relaciones con los *stakeholders*, lo que le lleva a destacar la importancia del “largo plazo y la responsabilidad social de la empresa” (Ap. 1.18)⁴⁵².

⁴⁴⁹ El Informe CADBURY, “*The financial aspects of corporate governance*”, publicado el 1 de diciembre de 1992, es partidario de la libertad empresarial pero advierte que para ejercer esa libertad las empresas deben contar con sistemas contables y de control eficientes, siendo esta la esencia del buen gobierno corporativo. Asimismo, consagra el ya mencionado principio “*comply o explain*” (cumplir o explicar) de las buenas prácticas señaladas por los códigos, principio que haría fortuna en el movimiento europeo, siendo paulatinamente recogido por la mayoría de los ordenamientos. Por lo demás, su concepción de gobierno corporativo como “sistema por el que las sociedades son dirigidas y controladas” (Ap. 2.5.) también sería recogida por el movimiento europeo posterior. Si bien no se ocupa explícitamente del concepto de interés social, el código propone que el gobierno de las sociedades se base en los principios de transparencia, integridad y control contable, esenciales para que funcione bien la relación de confianza con los diferentes *stakeholders*.

⁴⁵⁰ El Informe GREENBURY, publicado en julio de 1995 y dedicado a la remuneración de los miembros de los órganos de administración, hace especial hincapié en la necesidad de la transparencia y de establecer mecanismos para alinear los intereses de accionistas y administradores.

⁴⁵¹ Cfr.: VILLIERS, C., “Evolución del derecho de sociedades en el Reino Unido año 1997”, en *RdS*, nº 10, 1998, p. 512.

⁴⁵² Véase: PÉREZ CARRILLO, E., “Gobierno corporativo en la Unión Europea...”, cit., p. 1052.

Al año siguiente se publicó el *TURNBULL Report* dedicado al control interno de las sociedades cotizadas y en el año 2000, el *Combined Code on Corporate Governance* que recogió y sistematizó las recomendaciones de los códigos anteriores, código que ha sido actualizado periódicamente hasta la fecha⁴⁵³. Su última versión, publicada en el año 2010, refleja el cambio de tendencia en el gobierno corporativo británico –tradicionalmente contractualista-, cuando en la Sección A.1, prevé que los administradores serían responsables del éxito a largo plazo de la empresa (“*long-term success of the company*”).

Dicho cambio de tendencia habría comenzado a partir de la promulgación de la *Companies Act*, del 8 de noviembre de 2006, que habría adoptado una concepción marcadamente institucionalista de interés social. En efecto, al regular el órgano de administración societario, establece el art. 172.1 de la *Companies Act* que los administradores deben actuar, de buena fe, de la manera que consideren que mejor se adecua a la promoción del éxito de la sociedad en beneficio de todos sus miembros como un todo (“*act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole*”). En tal sentido, agrega la disposición legal, debe tener en cuenta -además de otras

⁴⁵³ Corresponde destacar además la publicación, en el año 2003, del *SMITH Report*, sobre la responsabilidad y funciones de los comités de auditoría y del *HIGGS Report*, relativo al rol y la eficiencia de los directores no ejecutivos o independientes, profundizando las recomendaciones, en éste ámbito, del *CADBURY Report*, Ap. 4.10 y ss. Ciertamente, se habían puesto muchas esperanzas en la aportación que los consejeros independientes podían dar al buen gobierno corporativo. Sin embargo, la experiencia hasta el momento no había sido satisfactoria, en la medida en que tales consejeros no eran realmente independientes sino vinculados al presidente del consejo de administración. Al respecto, véanse los comentarios de SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Gran Bretaña: Impulso gubernamental a la revisión del papel de los consejeros independientes”, en *RDBB*, n° 87, 2002, pp. 324 y ss.

El *HIGGS Report* hizo una serie de propuestas tendentes a garantizar la independencia de los administradores no ejecutivos (Ap. 9.11). No encontró necesaria la regulación legislativa sino solamente la modificación del *Combined Code*, recomendando la introducción de un listado de las funciones del órgano de administración, la incorporación de una nueva definición de administrador independiente, la separación de la figura del presidente del consejo y primer ejecutivo de las sociedades, el establecimiento de retribuciones fijas a los administradores independientes, etc. Véase: PUYOL MARTÍNEZ-FERRANDO, B., “Gran Bretaña: Informe sobre la revisión del papel de los consejeros no ejecutivos”, en *RDBB*, n° 90, 2003, pp. 160 y ss.

cuestiones-: (a) las posibles consecuencias de sus decisiones a largo plazo (“*the likely consequences of any decision in the long term*”), (b) los intereses de los trabajadores de la sociedad (“*the interests of the company’s employees*”), (c) la necesidad de fomentar las buenas relaciones con los proveedores, clientes y otros (“*the need to foster the company’s business relationships with suppliers, customers and others*”), (d) el impacto de las operaciones de la sociedad sobre la comunidad y el medio ambiente (“*the impact of the company’s operations on the community and environment*”), (e) la conveniencia de mantener una buena reputación en el ámbito de los altos *estándares* de conducta empresarial (“*the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct*”) y (f) la necesidad de actuación leal entre los diferentes miembros de la empresa (“*the need to act fairly as between members of the company*”).

El cambio en la formulación jurídica del concepto sería explicable, tal como se adelantó anteriormente, por la influencia política a la que se habría sometido el concepto de interés social, utilizado como válvula de entrada de las tendencias imperantes en el momento de redacción de la norma. En efecto, lo sucedido en España con el trámite legislativo de la Ley de Transparencia de 2003, parecería haberse repetido, aunque con una tendencia política distinta, en el Reino Unido. Así, el proyecto de ley de la *Companies Act*, establecía que los seis factores (anteriormente transcriptos) debían ser tenidos en cuenta por los administradores “en tanto ello fuese razonablemente practicable”, frase eliminada en la versión finalmente aprobada, lo cual acentuaría la adopción legal de la perspectiva institucionalista, y generaría serias dudas respecto del balance de intereses, e intereses a ser protegidos, en caso de conflicto⁴⁵⁴.

⁴⁵⁴ Véanse, al respecto: FUENTES NAHARRO, M., “La reforma del derecho de sociedades británico: una breve aproximación a la *Companies Act 2006*”, en *RdS*, nº 28, 2007, p. 537; DINE, J. y VILLIERS, C., “La estructura de gobierno de las sociedades cotizadas en el Reino Unido”, en *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, vol. I, *RdS*, 2006, p. 137; SEALY, L., “Is the Companies Bill 2006 on target, or has it lost its way?”, en *Company Law Newsletter*, 2006, pp. 1 y ss., quien ha cuestionado los logros de los objetivos establecidos a la *Companies Act* de 2006, centrados fundamentalmente en la mejora de la regulación de las sociedades cerradas, la promoción de la participación de los accionistas, el incentivo de la creación de nuevas sociedades, flexibilizando los requisitos para su creación y funcionamiento, a través del establecimiento de un marco normativo flexible y fácilmente modificable.

ii) *Alemania*

El punto de partida del análisis del régimen de gobierno corporativo alemán debe ser, ineludiblemente, la Ley alemana de sociedades anónimas de 1965 (*Aktiengesetz o AktG*), sucesivamente modificada por el proceso de reforma al que se vio sometida fruto, entre otras cuestiones, del movimiento de *corporate governance* que en los últimos 20 años viene afectando a la mayoría de los grandes países europeos⁴⁵⁵.

A los efectos de comprender el alcance de la cláusula de interés social en el derecho alemán, en primer lugar, debe tenerse en cuenta que las sociedades anónimas alemanas se encuentran sujetas a un régimen dualista de administración. Por un lado la junta directiva, que dirige la empresa y, por otro, el consejo de vigilancia, que controla y asesora a la Junta directiva e interviene en las decisiones de importancia fundamental para la empresa. Asimismo, debe subrayarse que en las empresas con más de 500 o, en su caso, 2000 trabajadores, los empleados gozan de representación en el Consejo de vigilancia, conformando un tercio de sus miembros, en el primer caso y la mitad, en el segundo, estando obligados los representantes de accionistas y trabajadores a actuar en beneficio “de los mejores intereses de la empresa”⁴⁵⁶. Ciertamente, la organización estructuralmente plural de las grandes sociedades alemanas favorecería, significativamente, la adopción de

⁴⁵⁵ Un estudio de la evolución de la reforma jurídica del gobierno corporativo alemán puede encontrarse en SCHMIDT, K., “La reforma alemana: las KonTraG y TransPuG de 1998 y 2002, y el Código Cromme”, en *RdS*, nº 22, 2004, pp. 19 y ss., quien advierte que en los últimos años el legislador abandonó el método tradicional alemán de normas rígidas dirigidas a proteger a acreedores, accionistas y trabajadores, intentando vincular la desregulación con la protección de los diferentes grupos de interés presentes en la empresa.

Sobre el desarrollo del gobierno corporativo alemán, véase también: HOMMELHOFF, P., “Corporate governance: directors’ duties, financial reporting and liability – remarks from a german perspective”, en AA.VV., *Perspectives in Company Law and Financial Regulation*, Cambridge University Press, 2009, pp. 265 y ss.

⁴⁵⁶ Véase el preámbulo del Código alemán de gobierno corporativo, de 26 de mayo de 2010, que puede encontrarse en <http://www.ecgi.org/codes>.

perspectivas institucionalistas en la interpretación de la cláusula del interés social⁴⁵⁷.

El proceso alemán de gobierno corporativo se ha caracterizado por la utilización del instrumento legislativo como forma de asegurar el desarrollo y cumplimiento de las buenas prácticas (función ordenadora del Derecho), estableciendo leyes modificativas de la AktG⁴⁵⁸ u otorgando respaldo

⁴⁵⁷ Sin embargo, corresponde advertir que la relativamente reciente creación y regulación de la denominada Sociedad Anónima Europea, permite a los empresarios alemanes constituir también sociedades con régimen de gestión monista, en las que la organización de la cogestión es atribuida a la negociación y acuerdo entre trabajadores y representantes del capital.

⁴⁵⁸ En tal sentido, en agosto 1994 se introdujeron las primeras modificaciones legislativas significativas a través de la “Ley sobre pequeñas sociedades anónimas y desregulación del derecho de sociedades”, recogiendo el proceso de desregulación que internacionalmente se venía promoviendo en ese momento. Según explica SCHMIDT, K., “La reforma alemana...”, cit., p. 22, la nueva legislación estableció la distinción normativa de sociedades abiertas y cerradas, promocionando la desregulación de las cerradas (admisión de sociedades originariamente unipersonales, fortalecimiento de la autonomía estatutaria, reducción de requisitos formales, etc.). Sobre la Ley alemana de pequeñas sociedades de 1994 véase: PORTELLANO DÍEZ, P. y SAEZ LACAVE, M.I., “Proyecto alemán de Ley: pequeñas sociedades anónimas y desregulación del derecho de sociedades anónimas en la República Federal Alemana”, en *RDM*, nº 213, 1994, pp. 593 y ss.; ESCRIBANO GAMIR, R., “La Ley alemana sobre pequeñas sociedades por acciones y de regulación del Derecho de sociedades por acciones”, en *RdS*, nº 3, 1994, pp. 451 y ss.; ALONSO UREBA, A., “El gobierno de las grandes empresas”, cit., p. 128, así como la bibliografía alemana allí citada.

Cuatro años después, en abril de 1998, siguiendo los planteamientos del movimiento anglosajón, se promulga la denominada *KonTraG*, “*Ley para el control y la transparencia en el ámbito empresarial*”, en la que se reconocieron las disfuncionalidades del sistema legal vigente cuando la sociedad se abre al mercado de capitales, el vaciamiento de las funciones de la Junta de accionistas fruto de la práctica empresarial, la necesidad de fortalecer los derechos del socio y de suprimir las limitaciones a sus derechos políticos. Con tales convicciones, la *KonTraG* modificó el régimen del consejo de vigilancia y del órgano de administración de la AktG, reforzando los deberes de diligencia, de información, de control y de transparencia, facilitando el ejercicio de la acción social de responsabilidad y mejorando la posición del socio en la sociedad. Al respecto, véase: ALONSO UREBA, A., “El gobierno de las grandes empresas”, cit., p. 128.

Asimismo, explica SCHMIDT, K., “La reforma alemana...”, cit., p. 28, el art. 192.2 AktG, introducido por la *KonTraG* admitió la emisión de capital autorizado para conceder derechos de suscripción preferente a los trabajadores de la empresa y a los miembros de la gestión, siguiendo, en este sentido también, el modelo norteamericano.

normativo a los códigos de buen gobierno bajo el principio de “cumplir o explicar”.

En el año 2000, se publicó el Código alemán de gobierno corporativo propuesto por el *Berliner Initiativkreis* (Grupo de iniciativa de Berlín), dirigido por Axel WERDER⁴⁵⁹. Poco después, en febrero de 2002, se publicó el destacado Código CROMME (*“Deutscher Corporate Governance Kodex”*), realizado bajo la dirección del Dr. Gerhard CROMME⁴⁶⁰, en el que se hizo especial referencia a la necesidad de la autorregulación corporativa de las sociedades cotizadas para asegurar la mayor transparencia y credibilidad de la sociedad, así como la defensa de los accionistas y del mercado en general.

A diferencia de la evolución del movimiento de gobierno corporativo ocurrido en otros países hasta ese momento, en los que los códigos no habían recibido explícito respaldo normativo alguno (Francia, España), o sólo respaldo de normativa privada de las bolsas de valores (Italia, Reino Unido), el Código CROMME recibió respaldo legislativo explícito a través de la Ley de Transparencia (*TransPuG*), de 19 de julio de 2002, que modificó el art. 161 AktG, imponiendo al órgano de administración el deber de declarar que cumplen las recomendaciones del código alemán de gobierno corporativo (las “sugerencias” del código no se encuentran sujetas a esta obligación legal) o, en su caso, las razones por las que no cumplen algunas de ellas (“cumplir o explicar”)⁴⁶¹.

En lo que se refiere específicamente al concepto de interés social, tradicionalmente institucional en el ámbito alemán (especialmente desde la ley de sociedades de 1937), las primeras versiones del Código de buen

⁴⁵⁹ Puede encontrarse la versión alemana del código, así como su traducción al inglés, en la página web del *European Corporate Governance Institute* (http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php).

⁴⁶⁰ Sobre el Código CROMME, véase BAUMS, T., “El Código alemán de Gobierno corporativo...”, cit., pp. 65 y ss.

⁴⁶¹ Véase: SCHMIDT, K., “La reforma alemana...”, cit., p. 30; BAUMS, T., “El Código alemán de Gobierno corporativo...”, cit., pp. 73 y ss.; GUERRA MARTÍN, G., “Versión revisada del código alemán de gobierno societario (Código Cromme)”, en *RdS*, nº 21, 2003, p. 410.

gobierno (Ap. 4.1.1.), al regular la actuación de los administradores, establecían ambigüamente que debían estar sujetos al interés de la empresa y al aumento sostenible del valor de la misma. Sin embargo, la versión 2010 del código desarrolló dicha disposición estableciendo que los administradores son responsables de la gestión independiente en interés de la empresa (“*der Vorstand leitet das Unternehmen in eigener Verantwortung im Unternehmensinteresse*”), teniendo en cuenta los intereses de los accionistas, los trabajadores y otros *stakeholders* (“*also unter Berücksichtigung der Belange der Aktionäre seiner Arbeitnehmer und der sonstigen dem Unternehmen verbundenen Gruppen (Stakeholder)*”), con el objetivo de crear valor de forma sostenida (“*mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung*”), subrayando el acento marcadamente institucionalista de régimen de gobierno corporativo alemán.

iii) *Francia*

En julio de 1995, un comité formado por expertos designados por el *Conseil National du Patronat Français* y la *Association Française des Entreprises Privées* publicó el denominado Informe VIENOT I, relativo al “consejo de administración de las sociedades cotizadas”, que sin perjuicio de haber sido acogido con cierto escepticismo, poco después muchas de sus recomendaciones eran adoptadas por la mayoría de las sociedades. El VIENOT I hace especial referencia al concepto de interés social en su Ap. I.1. donde, sin perjuicio de reconocer que no puede ignorarse al mercado – regulador principal de la actividad económica-, afirma que el interés social debe ser concebido como el interés superior de la propia persona jurídica (“*l’intérêt supérieur de la personne morale elle-même*”), es decir, de la sociedad, considerada como un agente económico autónomo (“*agent économique autonome*”), con fines propios, distintos de los de sus accionistas, trabajadores, acreedores, clientes, etc., (“*poursuivant des fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires, de ses salariés, de ses créanciers dont le fisc, de ses fournisseurs et de ses clients*”) consistente en la prosperidad y la continuidad de la sociedad (“*prospérité et la continuité de l’entreprise*”), identificándose con la posición institucionalista tradicional de “la empresa en sí”⁴⁶².

⁴⁶² Sobre la concepción del interés social en Francia, véase BISSARA, P., “L’intérêt social”, en *Rev. Soc.*, 1999, pp. 5 y ss.; ALONSO LEDESMA, C., “El Buen Gobierno de las sociedades

En 1999, se publicó el Informe VIENOT II, cuyo objetivo fue hacer recomendaciones en torno a la disociación de las funciones de presidente y director general de las sociedades, a la publicidad de las retribuciones de los administradores, al funcionamiento del órgano de administración y, finalmente, a la conveniencia de que las sociedades expliquen en sus informes anuales la adopción de las recomendaciones del Informe y en caso de no acogerlas, los fundamentos de tal decisión (principio “cumplir o explicar”). Poco tiempo después, en mayo de 2001, la Ley sobre “las nuevas regulaciones económicas” recogió las recomendaciones del Informe VIENOT II, relativas a la disociación de las figuras de Presidente y Director general⁴⁶³.

En septiembre 2002 destaca la publicación del Informe BOUTON, como reacción a la promulgación en EEUU de la *Sarbanes-Oxley Act*, para recuperar la confianza de los mercados perdida tras los grandes escándalos financieros descubiertos en EEUU y Europa en 2001. BOUTON hace especial referencia a la necesidad de transparencia de las sociedades revisando los principios de gobierno corporativo recogidos por los Informes VIENOT I y II, así como a la necesidad de independencia de los auditores. El año siguiente, la Ley francesa de Seguridad Financiera de agosto de 2003 (2003-706, de 1 de agosto) hizo suyas algunas de las más importantes recomendaciones del Informe BOUTON, con el objetivo de modernizar el sistema legal de control de cuentas y de perfeccionar la transparencia de las empresas⁴⁶⁴.

Posteriormente, el mismo año 2003, se realizó la consolidación de los informes anteriores en respuesta a la solicitud de la Comisión Europea relativa a que cada país establezca un código de referencia a ser adoptado

en Europa”, cit., p. 151; ROUSSEAU, S., y TCHOTOURIAN, I., “L’«intérêt social» en droit des sociétés: Regards transatlantiques”, 2009, disponible en:

https://papyrus.bib.umontreal.ca/jspui/bitstream/1866/3072/1/InteretSocialCanadaROUSSEAU_TCHOTOURIAN.pdf.

⁴⁶³ Véase: COURET, A., “El tercer sistema en el Derecho francés después de la reforma de 2001”, en *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, vol. I, *RdS*, 2006, p. 121 y ss.

⁴⁶⁴ Cfr.: ESCRIBANO GAMIR, R., “El nuevo gobierno de la empresa en el derecho francés: de las recomendaciones del informe *Bouton* a la ley sobre la seguridad financiera”, en *RdS*, nº 22, 2004, p. 522.

por las empresas, sujeto al principio “cumplir o explicar” (Informe WINTER), código sometido a sucesivas actualizaciones en los años siguientes. Entre ellas destaca, la versión publicada en 2008 -tras el ascenso de Nicolás SARKOZY al poder en 2007- que adoptó una aproximación “más liberal” a la regulación normativa de las sociedades, inspirada en la “teoría de la agencia” de la que se derivaría la propuesta de establecer incentivos de remuneración al *management* vinculados a la participación en las ganancias de la empresa y de transformar a los trabajadores en socios esperando que se vean incentivados a trabajar más y mejor en beneficio de la empresa⁴⁶⁵.

En efecto, el código de gobierno corporativo francés de 2008, parece haber introducido un cambio en la concepción de interés social del *soft Law* francés –hasta el momento, considerada el paradigma de la concepción institucional-, al tratar la cuestión de participación de los *stakeholders* en la gestión de la sociedad. Manifestando una clara tendencia contractualista, señala la última versión del código francés de buen gobierno (Ap. 7) que no resulta conveniente que formen parte del órgano de administración los representantes de diferentes grupos específicos de interés, en la medida en que debe evitarse transformar al Consejo en un “campo de batalla” entre los grupos de interés en conflicto, en lugar de representar los intereses de los accionistas como un todo (“*représenter collectivement l'ensemble des actionnaires*”).

iv) Italia

Como en otros países europeos, la noción de interés social en Italia se vio afectada, en las últimas décadas, por la tendencia política predominante⁴⁶⁶. En tal sentido, la jurisprudencia de la primera mitad del

⁴⁶⁵ Véase la Ley francesa n° 2008-776, de 5 de agosto de 2008, que eleva al máximo la libertad estatutaria de las sociedades por acciones simplificadas haciéndolas particularmente atractiva para los emprendedores que pretendan organizar su empresa de manera adecuada a sus necesidades o preferencias particulares. Al respecto, véase: MASSART, T., “Panorámica del Derecho de Sociedades transcurrido el año uno de la «Era Sarkozy»”, en *RdS*, n° 31, 2008, pp. 627 y ss.

⁴⁶⁶ Respecto de la evolución de la regulación del gobierno corporativo en Italia, véase el reciente trabajo de FERRARINI, G., “Corporate governance changes in the 20th century: A view from Italy”, *Working paper* n° 29/2005, ECGI *Working Paper Series in Law*, 2005,

siglo XX se había decantado por la tesis institucionalista, mientras que, luego de la segunda guerra mundial y la caída de los regímenes totalitarios, en la segunda mitad del siglo XX, primó en Italia la interpretación contractualista que identifica al interés social con el interés común de los socios, del socio medio o del socio ideal⁴⁶⁷. Sin embargo, en los últimos años, las reformas legislativas parecerían haberse decantado por una visión superadora de la perspectiva contractualista estricta de interés social⁴⁶⁸.

Así, los primeros trabajos en torno a la temática del gobierno corporativo en Italia, publicados durante la última década del siglo XX, habrían adoptado la visión contractualista. El primero de ellos, el *Rapporto* de la Comisión PREITE en 1997, relativo a la sociedad abierta, hizo una serie de propuestas de reforma del régimen de gobierno corporativo italiano dirigidas a asegurar el equilibrio de intereses entre los socios de control y los socios inversores en las grandes sociedades⁴⁶⁹. Seguidamente, el órgano estatal de control de las operaciones del mercado de valores italiano (la *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* –CONSOB-) publicó una comunicación cuyo contenido se dirigió a mejorar la eficacia y transparencia en el mercado y la tutela de las minorías de accionistas⁴⁷⁰.

donde el autor se refiere a la estrecha vinculación existente en Italia entre la evolución política y la regulación normativa de la actividad empresarial.

⁴⁶⁷ Cfr.: JAEGER, P.G., *L' Interesse Sociale*, cit.; MENGONI, L. “Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi...”, cit.; MIGNOLI, A., *L'interesse sociale*”, cit.; PÉREZ CARRILLO, E., “Gobierno corporativo en la Unión Europea...”, cit., p. 1051.

⁴⁶⁸ Cfr.: QUIJANO GONZÁLEZ, J. y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios...”, cit., pp. 55, quienes para fundamentar su conclusión citan la opinión, al respecto, de diversos juristas italianos: SALANITRO, N., “Gli interessi degli amministratori nelle società di capitali”, en *Riv. Soc.*, fascicolo 1, 2003, pp. 47 y ss.; MONTALENTI, P., “La riforma del Derecho societario en Italia: aspectos generales”, en *RdS*, n° 22, 2004, p. 53; ROSSI, G., “Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario”, en *Riv. Soc.*, fascicolo 1, 2003, p. 5 y ss.

⁴⁶⁹ Véanse los comentarios al mencionado informe de FERNÁNDEZ PÉREZ, N., “La reforma del mercado de valores italiano y del régimen de las sociedades cotizadas a la luz del «Testo único delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articolo 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, N. 52» (decreto legislativo de 24 de febrero de 1998, num. 58)”, en *RdS*, n° 11, 1998, pp. 240 y ss.

⁴⁷⁰ Al respecto, véase: MONTALENTI, P., “Corporate governace: raccomandazioni CONSOB”, en *Riv. Soc.*, n° 4, 1997, pp. 713 y ss.

Posteriormente, en octubre de 1999, se publicó el denominado Informe y Código PREDa, “Código de autodisciplina para las sociedades cotizadas”, por iniciativa de la Bolsa Italiana S.A., luego actualizado en los años 2002, 2006 y, parcialmente, en el 2010. El principal objetivo del documento fue constituirse en instrumento para hacer más atractiva a las sociedades italianas la participación en el mercado de capitales y ofrecer un modelo de estructuración de las sociedades adecuado para el control de los riesgos empresariales y los conflictos de intereses⁴⁷¹. Si bien el *Codice* dice confiar en la autorregulación de las empresas, rechazando la necesidad de introducir normas legislativas que regulen imperativamente los aspectos más significativos del gobierno corporativo⁴⁷², entiende conveniente promover las buenas prácticas a través de un código de buen gobierno que recoja la experiencia de las grandes sociedades que en los años anteriores las habrían adoptado exitosamente (Ap. 2 del Informe). En este contexto, el *Codice* es presentado como un documento de adopción voluntaria pero se insta a la Sociedad Gestora de la Bolsa Italiana a que establezca un sistema

Poco después, en febrero de 1998, mediante el Decreto Legislativo nº 58, de 24 de febrero (*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*), se reforzaron los poderes de control de la CONSOB y se introdujeron modificaciones normativas dirigidas también a mejorar la transparencia de la estructura y gestión de las sociedades emisoras de valores, para lograr que el mercado obtuviera una valoración real de la marcha de las mismas. Además, el citado Decreto Legislativo otorgó estatuto propio a la sociedad cotizada -recogiendo así una de las recomendaciones del Informe PREITE-, reforzó las funciones del Colegio Sindical como órgano interno de control, introdujo normas de protección de los socios minoritarios, deberes de comunicación y reconoció la legalidad de los pactos parasociales.

Véase: FERNÁNDEZ PÉREZ, N., “La reforma del mercado de valores italiano...”, cit., pp. 252 y ss.; MONTALENTI, P., “Administración y control en la sociedad anónima en el sistema italiano después de la reforma”, en *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, vol. I, *RdS*, 2006, pp. 95 y ss.

⁴⁷¹ Cfr.: GUERRA MARTÍN, G., “El código de autodisciplina para las sociedades cotizadas italianas”, en *RdS*, nº 14, 2000, p. 537.

⁴⁷² En este sentido, MONTALENTI, P., “La reforma del Derecho societario en Italia...”, cit., p. 53, considera positiva la directriz de la reforma italiana que supera el tradicional «dirigismo paternalista» del Derecho societario.

de difusión obligatoria de información respecto del modelo de organización adoptado y el grado de cumplimiento de los principios del *Codice*⁴⁷³.

Tanto el Informe (Ap. 4) como el Código (Ap. 1.3) PREDA encontraron en la “maximización del valor para el accionista” (formulación contractualista del interés social) el primer objetivo del buen gobierno corporativo, considerando que, en el largo plazo, la consecución de este objetivo daría lugar a un círculo virtuoso en términos de eficiencia, con efectos beneficiosos para otros *stakeholders* (clientes, acreedores, consumidores, proveedores, trabajadores, etc.) cuyos intereses, por lo demás, ya se encontrarían protegidos por otras áreas del sistema legal italiano.

A través de la importante reforma legislativa de enero de 2003⁴⁷⁴, el gobierno italiano procuró equilibrar la necesidad de liberalización normativa para incentivar el crecimiento económico y el mantenimiento de las reglas imperativas dirigidas a proteger los intereses de los diversos *stakeholders* (publicidad de pactos parasociales, transparencia en la gestión de los administradores, deberes fiduciarios, etc.)⁴⁷⁵. Las modificaciones legislativas significaron un reforzamiento de las competencias del órgano de administración frente a la junta de socios (delegación de decisiones de aumento de capital con supresión del derecho de suscripción preferente –art. 2443 CCit-; carácter delegable de los acuerdos en materias de fusiones por incorporación de sociedades poseídas enteramente o al 90%, de establecimiento de sedes secundarias y de reducción de capital en caso de separación de socios –art. 2365.2 CCit-; la competencia para constituir patrimonios separados de afectación –art. 2447 bis CCit-; emisión de

⁴⁷³ Véase: HERRERO SUÁREZ, C., “Codice di autodisciplina del Comitato per la Corporate Governance (Código de buen gobierno italiano)”, en *RdS*, n° 26, 2006, pp. 573 y ss., quien, al comentar el documento, subraya la adopción en Italia del principio “cumplir o explicar”.

⁴⁷⁴ La Ley italiana n° 366, de 3 de octubre de 2001, delegó en el poder ejecutivo italiano la reforma del derecho societario, quien preparó y publicó el D. Legislativo n° 6, de 17 de enero de 2003, cuyo art. 1.1 sustituyó el capítulo V del Título V del Libro V del Código Civil referido a las sociedades por acciones.

⁴⁷⁵ Véase: MONTALENTI, P., “Administración y control en la sociedad anónima en el sistema italiano...”, cit., pp. 89 y ss., donde el autor comenta las modificaciones introducidas por la reforma en el ámbito del órgano de administración de las sociedades por acciones.

obligaciones –art. 2410 CCit-), con el objetivo de dotar a la empresa de la eficacia que requiere su presencia en un mercado altamente competitivo. Por otro lado, para equilibrar ese desplazamiento de poder, la nueva legislación incrementó las obligaciones de transparencia de los administradores y las posibilidades de impugnar los acuerdos del órgano de administración –art. 2388.4 CCit-, al tiempo que facilitó la legitimación de la minoría para ejercer acciones de responsabilidad –art. 2393 bis CCit-.

Finalmente, el *Codice di Autodisciplina* publicado por la Bolsa Italiana S.A. en marzo de 2006, por un lado, reforzó la aplicación del principio “cumplir o explicar” y la obligación de transparencia de las sociedades cotizadas y, por otro lado, mantuvo la noción contractualista de interés social, fijando como prioridad de la actuación de los administradores la creación de valor para los accionistas (“*perseguido l’obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti*”)⁴⁷⁶.

v) *Portugal*

En el preámbulo del *Código das Sociedades Comercias* portugués de 1986⁴⁷⁷, la “justicia social” ya aparecía como principio inspirador de la legislación societaria portuguesa (función ordenadora del Derecho). Pues bien, desde esta perspectiva correspondía interpretar su art. 64, en el que se hacía referencia explícita al concepto de interés social disponiendo que los administradores de las sociedades deben actuar con la diligencia de un gestor juicioso y ordenado, en el interés de la sociedad, teniendo en cuenta los intereses de los socios y de los trabajadores (“*diligência de um gestor*

⁴⁷⁶ Sin perjuicio de la posición del *soft Law* y de la doctrina italiana mayoritaria contractualista, no han faltado voces críticas al proceso de reforma legislativo de 2003 (véase: ALPA, G., “¿Cuál podría ser el modelo de «governance» en Italia?”, en *RDBB*, nº 118, 2010, pp. 114-115), acusado de estar inspirado en un “liberalismo extremo”, cuya vulnerabilidad ya habría quedado de manifiesto con la crisis financiera de 2001 ocasionada por los escándalos Parmalat, Giacomelli, etc. Para dicho sector de la doctrina, el régimen legal tampoco habría sido capaz de prevenir la crisis de 2008, demostrando la necesidad de un mayor diálogo entre controladores internos y externos y de la presencia de normas legislativas imperativas, más allá de códigos de buenas prácticas y principios éticos.

⁴⁷⁷ Decreto-ley portugués nº 262/86. Al respecto, véase APARICIO GONZÁLEZ, M.L., “El nuevo derecho de sociedades portugués”, en *RDM*, nº 181, 1986, p. 495 y ss.

criteroso e ordenado, no interesse da sociedade, tendo em conta os interesses dos sócios e dos trabalhadores”).

Mediante el DL nº 76-A/2006, de 29 de marzo de 2006, se modificaron varios artículos del *Código das Sociedades* entre los que se encontraba el mencionado art. 64, a través del cual se introdujo la articulación normativa de los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad de los administradores. El literal b) del numeral primero del nuevo art. 64 del *Código* prevé que los gerentes y administradores se encuentran obligados a cumplir el deber de lealtad en interés de la sociedad (“*deveres de lealdade, no interesse da sociedade*”), atendiendo a los intereses, a largo plazo, de los socios (“*atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios*”) y ponderando los intereses de los otros sujetos relevantes para la sostenibilidad de la sociedad, tales como sus trabajadores, clientes y acreedores (“*e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores*”).

Ante la nueva redacción del precepto, la doctrina portuguesa ha debatido acerca del alcance del concepto legal de interés social previsto en el mismo. Por un lado, se ha sostenido que la ley habría jerarquizado los intereses allí referidos, identificando un “interés primario” (el interés a largo plazo de los socios) e “intereses secundarios” (pertenecientes a los otros sujetos relevantes para la sostenibilidad de la sociedad)⁴⁷⁸. En sentido contrario, se ha afirmado que al referirse la primera parte del art. 64 al “interés de la sociedad” estaría manteniendo la noción tradicional en el derecho portugués, que identifica el interés social con la conjugación de los intereses de los socios y trabajadores⁴⁷⁹.

Ciertamente, sin perjuicio de los notables cambios de redacción en la formulación legal portuguesa del concepto de interés social, la inspiración funcionalmente pluralista parece clara en ambos casos: en la primera se

⁴⁷⁸ Cfr.: CÂMARA, P., “Código das Sociedades Comerciais e governo das sociedades”, en *Código das Sociedades Comerciais e governo das sociedades*, Coimbra, Almedina, 2008, p. 37.

⁴⁷⁹ Cfr.: COUTINHO DE ABREU, J.M., “Deveres de cuidado e de lealdade dos administradores e interesse social”, en *Reforma do Código das Sociedades*, Coimbra, 2007, p. 43.

establecía la obligación de tener en cuenta los intereses de los socios y trabajadores y en la segunda, ciertamente menos contundente, de atender los intereses de los socios y de ponderar los intereses de los otros sujetos relevantes para la sociedad.

Desde la interpretación institucionalista mayoritaria del primitivo art. 64, se había sostenido que, tanto por el origen de la norma (la propuesta de la 5ª Directiva europea) como por la literalidad del precepto legal, el interés de la sociedad sería el resultado de la “unión de los intereses de los socios y de los trabajadores de la sociedad”⁴⁸⁰. Dicha formulación implicaba amparar los intereses de los trabajadores por mantener los puestos de trabajo, así como los salarios y condiciones de trabajo adecuadas. La nueva redacción de la norma, no admitiría tal interpretación, en la medida en que, de la literalidad del precepto surgiría que se privilegia al interés a largo plazo de los socios sobre los demás intereses presentes en la empresa. Sin embargo, la exigencia de ponderación de los intereses de los *stakeholders* mantendría el acento institucionalista de la formulación legal portuguesa.

Sin perjuicio de reconocer el hecho de que la legislación no contempla la posibilidad de que representantes de los trabajadores formen parte de la estructura del órgano de administración, ni establezca sanción alguna ante el incumplimiento del art. 64, se considera que dicha disposición legal resulta útil para llenar los espacios de discrecionalidad de los administradores y para limitar o excluir la responsabilidad de los administradores que actúen a favor de los intereses de los trabajadores. Por otra parte, siguiendo las ideas apuntadas en Alemania por WERDER⁴⁸¹, se ha afirmado que, en cumplimiento del art. 64, si la sociedad de capital es rentable, aunque el despido de trabajadores la hiciera aún más, la administración podría resolver mantener los puestos de trabajo, renunciando a ese eventual aumento de la

⁴⁸⁰ Cfr.: BRITO CORREIA, L., *Direito comercial, vol.2, Sociedades comerciais*, AAFDL, Lisboa, 1989, pp. 49 y ss.; FIGUEIRA, E., “Disciplina jurídica dos grupos de sociedades”, CJ, 1990, tomo IV, pp. 53-54; COUTINHO DE ABREU, J.M., “Interés social y deber de lealtad de los socios”, cit., p. 43.

⁴⁸¹ WERDER, A., “Shareholder Value-Ansatz als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandelns?”, *ZGR*, 1998, pp. 85-86, quien hace un análisis de los diferentes supuestos de conflicto de intereses posibles y de las soluciones a ser adoptadas por los administradores en cada uno de ellos.

rentabilidad⁴⁸². Es decir, la legislación portuguesa no admitiría el institucionalismo más radical, aunque sí la moderada perspectiva institucionalista de interés social que busca equilibrar los intereses de capitalistas y trabajadores⁴⁸³.

En sentido contrario, la doctrina contractualista portuguesa ha sostenido que la referencia al interés de los trabajadores del art. 64 resulta superflua, carece de contenido o que los intereses de los trabajadores deben ser tenidos en cuenta solamente por encontrarse los administradores en condiciones de causarles indirectamente daño fruto de una mala administración, pero ello no implicaría, en ningún caso, que tales intereses formen parte del interés social⁴⁸⁴.

En forma paralela a la discusión jurídica en torno al alcance del concepto de interés social previsto en el art. 64 del *Código das Sociedades*, Portugal ingresó formalmente en el movimiento de reforma y regulación del *corporate governance* con la publicación, en noviembre de 1999, de las Recomendaciones de la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios (CMVM). Dichas recomendaciones fueron sucesivamente actualizadas -convirtiéndose en Código de buenas prácticas en septiembre de 2007-, siendo publicada la última versión en enero de 2010. Según dispone el Ap. IV.9 de las mencionadas Recomendaciones, la composición del órgano de administración de las sociedades debería tener un diseño adecuado para la protección de los intereses, no solo de la mayoría de accionistas sino de todos los que invierten en la sociedad, sean grandes o pequeños, así como de los trabajadores, refiriéndose luego al interés de la compañía “como un

⁴⁸² COUTINHO DE ABREU, J.M., “Interés social y deber de lealtad de los socios”, cit., p. 43

⁴⁸³ Señala COUTINHO DE ABREU, “Interés social y deber de lealtad de los socios”, cit., pp. 40 y ss., que el art. 64 del código de sociedades comerciales portugués trasluciría cierto institucionalismo, lo que llevaría a renunciar a una noción unitaria del concepto de interés social, siendo el contractualismo el marco de referencia para el órgano compuesto por los socios y el institucionalismo el adecuado para la actuación del órgano de administración.

⁴⁸⁴ En esta línea: VENTURA, R., *Sociedades por quotas*, vol. III, Almedina, Coimbra, 1991, p. 151; MENEZES LEITÃO, L.M., *Presupostos da exclusão de sócio nas sociedades comerciais*, AAFDL, Lisboa, 1988, p. 39, y más moderadamente, reconociendo la necesidad de ponderar otros intereses, CAETANO NUNES, P., *Responsabilidade Civil dos Administradores Perante os Accionistas*, Almedina, Coimbra, 2001, pp. 85 y ss.

todo”. Sin embargo, cabe señalar que, por otro lado, las Recomendaciones reconocen que la creación de valor sigue siendo una prioridad (Ap. IV.12), por lo que sugieren que parte de la remuneración de los administradores esté sujeta a los resultados de la sociedad.

vi) *Aproximación al movimiento de gobierno corporativo en el ámbito comunitario*

La incursión en el movimiento de *corporate governance* de las instituciones de la Unión Europea adquirió impulso a partir de los grandes escándalos financieros norteamericanos ocurridos en 2001 (Enron, Worldcom, Tyco, etc.)⁴⁸⁵. Esta crisis, que tuvo incidencia también en el ámbito europeo, habría puesto de manifiesto, según la Comisión Europea, la necesidad de matizar sensiblemente la idea de “creación de valor para el accionista” y de combinarla con el concepto de “responsabilidad social corporativa”⁴⁸⁶.

Esta idea de la Comisión Europea manifestaría la intención de regresar al institucionalismo de las sociedades de capital europeas de la primera mitad del siglo XX a través de la promoción de la responsabilidad social corporativa y de la vinculación del derecho de sociedades a la idea de mercados financieros sostenibles a largo plazo⁴⁸⁷. Cabe recordar que, sustentando esta inclinación institucionalista, los Principios de la OCDE de 1999, cuya influencia alcanzó a varios países de la UE, recomendaban el fomento de “la activa cooperación de los *stakeholders* en la creación de riqueza, trabajo y la sostenibilidad firme de la financiación de empresas” (Principio nº III) y que el consejo de administración “tenga en cuenta los intereses de los *stakeholders* [...] incluyendo los de los empleados, acreedores, clientes, suministradores y las comunidades locales” (Principio V.C).

⁴⁸⁵ Cfr.: PÉREZ CARRILLO, E., “Gobierno corporativo en la Unión Europea...”, cit., pp. 1037 y ss.; GARRIDO GARCÍA J.M., “El Informe WINTER...”, cit., pp. 111 y ss.

⁴⁸⁶ Cfr.: Libro Verde de la COMISIÓN EUROPEA, “Fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas”, Bruselas, 2001.

⁴⁸⁷ PÉREZ CARRILLO, E., “Gobierno corporativo en la Unión Europea...”, cit., p. 1055.

Un estudio comparativo de los códigos de gobierno corporativo en los distintos países de Europa, del año 2002, concluyó que en la cuestión del interés social los códigos europeos presentaban grandes diferencias, derivadas de la no coincidencia en los principios inspiradores acerca de qué interés o intereses deben presidir la actuación de los miembros del órgano de administración, lo cual podría resultar problemático al momento de valorar el comportamiento de los administradores⁴⁸⁸. Ante estas circunstancias, las autoridades comunitarias solicitaron a un grupo de expertos que informaran, entre otras cuestiones, acerca de la conveniencia de crear un Código de gobierno corporativo en el ámbito comunitario, que recogiera las mejores prácticas adecuadas a las características del mercado europeo con el fin de lograr cierta unidad de criterio entre sus miembros, también en lo que se refiere al concepto de interés social. Dicho grupo de expertos fue dirigido por el profesor Jaap WINTER e integrado también por los profesores GARRIDO, HOPT, ROSSI, SIMON, CHRISTENSEN y RICKFORD, quienes, con fecha 4 de noviembre de 2002, publicaron el informe titulado “*A modern regulatory framework for company Law in Europe*”, conocido también como Informe WINTER, cuyo capítulo III está dedicado al gobierno corporativo.

Respecto a la conveniencia de elaborar un código europeo de gobierno corporativo, el Informe WINTER se muestra contrario a la idea, considerando que la labor de la Unión Europea en éste ámbito debe dirigirse solamente a promover la coordinación de los esfuerzos de los diferentes estados miembros (Recomendación III.2), invitando, en este sentido, a que cada estado establezca un único código de gobierno corporativo de referencia cuyo cumplimiento se ajuste al principio “cumplir o explicar” (Recomendación III.16⁴⁸⁹). No obstante, tanto el Informe WINTER⁴⁹⁰ como la Recomendación europea de 14 de diciembre de 2004 –sobre retribución de administradores- hicieron especial hincapié en la importancia de la

⁴⁸⁸ Véase: ALONSO LEDESMA, C., “El Buen Gobierno de las sociedades en Europa”, cit., pp. 150 y ss.

⁴⁸⁹ Sostiene el Informe que los *inputs* clave del gobierno corporativo deben venir del mercado y sus participantes. En tal sentido, entiende conveniente que cada estado establezca un código que se sujete al principio de “cumplir o explicar”, lo que contribuirá al enriquecimiento de las buenas prácticas.

⁴⁹⁰ Véanse las recomendaciones del Informe WINTER, nº III.1, III.2, III.8., III.15.

transparencia del gobierno corporativo de las sociedades (en la exigencia de publicación de la información, de modo que sea conocida por los accionistas y el mercado) más que en establecer normas imperativas o prohibitivas⁴⁹¹. En el mismo sentido, el Informe recomendó dar libertad a todas las sociedades abiertas de la UE para adoptar el régimen monista o dualista en sus órganos de administración (Ap. III.9), de modo que puedan adaptar la estructura societaria a sus necesidades y circunstancias particulares. Desde esta perspectiva, la diversidad de criterios existentes en los países de la unión sería una ventaja, no un problema, ya que permitiría a los empresarios elegir entre distintos modelos de *governance*.

Por otra parte, en relación directa con la cuestión del interés social, el Informe WINTER prestó especial atención a los accionistas, a los que, siendo considerados acreedores residuales de la sociedad, debería otorgarse una amplia capacidad de influencia sobre la sociedad y un control efectivo sobre el órgano de administración (Recomendación III.3)⁴⁹². De ello se deduciría la afiliación de sus autores a la interpretación contractualista de la cláusula de interés social que la identifica con la creación de valor para el accionista. En efecto, posteriormente el Informe WINTER advierte expresamente que, en la medida en que los accionistas se centran en la creación de riqueza, serían los sujetos más apropiados para actuar como “guardianes” (“*watch dogs*”), no solo de sus intereses, sino además, como consecuencia, de los intereses de los demás *stakeholders*⁴⁹³. En tal sentido, se recomienda combatir la “apatía racional” de los accionistas, estableciendo incentivos para la participación de las minorías y facilitando su participación en las juntas a través de las nuevas tecnologías de de la comunicación.

⁴⁹¹ Al respecto, véase el comentario de SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., y PUYOL, B., “La recomendación europea en materia de retribución de los administradores”, cit., pp. 163 y ss.

⁴⁹² En efecto, señala el Informe que los accionistas deben ser capaces de asegurarse de que el *management* persigue sus intereses.

⁴⁹³ Al respecto, véase el análisis de GARRIDO GARCÍA, J.M., “El Informe WINTER...”, cit., p. 116, co-autor del Informe WINTER.

2.3.2. *La concepción norteamericana*

i) *Evolución de su derecho societario*

Para comprender la noción de interés social predominante en EEUU, sintetizada en la paradigmática formulación “creación de valor para el accionista” (*creating shareholder value*), resulta necesario detenerse brevemente en la evolución del régimen societario norteamericano y en su comparación con el sistema continental-europeo. Sin perjuicio de estar las sociedades de capital de ambos regímenes sometidas a reglas similares, la evolución cultural y el desarrollo histórico de cada uno, habrían inducido realidades manifiestamente distintas.

Un elemento claro de la diversidad de las sociedades anglosajonas y continental-europeas es el de la estructura de su capital. Mientras las sociedades anglosajonas se han caracterizado por tener estructuras de capital atomizadas, en manos de numerosos socios, las europeas se han distinguido por gozar de estructuras de capital concentrado, en manos de pocos y grandes accionistas, comúnmente pertenecientes a las mismas familias o grupos empresariales⁴⁹⁴. Ello necesariamente habría provocado que la doctrina, jurisprudencia y legislación de los diferentes ámbitos se centrara de la solución de diferentes problemas y conflictos⁴⁹⁵. En este sentido, la “creación de valor para el accionista” norteamericana, como pauta de

⁴⁹⁴ Al respecto, véase: GARRIDO GARCÍA, J.M., *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 2002, pp. 31 y ss.; ALCALÁ DÍAZ, M. A., *El derecho de impugnación del socio en la sociedad anónima cotizada*, cit., pp. 51 y ss.; MARCOS FERNÁNDEZ, F. y SÁNCHEZ GRAELLS, A., “Necesidad y sentido de los consejeros independientes...”, cit., p. 507.

⁴⁹⁵ En EEUU, desde la emblemática obra de BERLE, A. y MEANS, G., *The modern corporation and private property*, cit., la principal preocupación radicó en combatir los eventuales abusos del *management* sobre los accionistas aquejados de “apatía racional”, consecuencia de la estructura de capital disperso de las grandes sociedades. En Europa, en cambio, la preocupación principal parece haber sido, paradójicamente, la contraria. Los esfuerzos se han concentrado en intentar prever y solventar el problema que representaban los posibles abusos de los accionistas mayoritarios –de control- frente a los intereses de otros sujetos afectados por la actividad empresarial: accionistas minoritarios, trabajadores, acreedores, etc.

actuación y de inspiración de las decisiones de los órganos de administración societaria, respondería a una realidad y a una problemática completamente distinta a la europea⁴⁹⁶ y su adopción, sin más, como ha sucedido en algunos países europeos, fruto quizás de la precipitada internacionalización del movimiento de *corporate governance* de origen anglosajón, ocasionaría significativas distorsiones, incoherencias y desconcierto en los agentes económicos involucrados⁴⁹⁷.

Pues bien, el *corporate Law* norteamericano, al igual que el europeo, tiene su origen remoto en el derecho inglés de sociedades del siglo XVII en el que la creación de sociedades con personalidad jurídica constituía un privilegio otorgado por la corona para llevar a cabo actividades comerciales en las tierras recientemente descubiertas. Una vez independizadas las colonias, la concesión para la creación de *corporations* pasó a ser otorgada por los parlamentos de cada uno de los estados de la unión⁴⁹⁸. La evolución

⁴⁹⁶ Un buen comentario sobre esta cuestión y acerca de la realidad de las sociedades cotizadas norteamericanas puede encontrarse en el trabajo de GUERRA MARTÍN G., *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas Estadounidenses, Su influencia en el Movimiento de Reforma del Derecho Europeo*, RdS Monografías, nº 20, 2003, pp. 106 y ss., donde el autor explica también la esencial diferencia en la financiación de las sociedades norteamericanas y europeas (*market oriented system* frente al *bank oriented system*), diferencia que explicaría la diversa estructura del capital de las sociedades en ambos sistemas. Véase también: RAPPAPORT, A., *La creación de valor para el accionista...*, cit., pp. 33 y ss.; EISENBERG, M., *The structure of the corporation, a legal analysis*, Boston, Toronto, 1976, donde el autor analiza y diferencia las sociedades cerradas (*closely held corporations*) y abiertas (*publicly held corporations*).

⁴⁹⁷ Véase: GELTER, M., “Taming or Protecting the Modern Corporation? Shareholder-Stakeholder Debates in a Comparative Light”, *Law Working Paper*, nº 165/2010, publicado en <http://ssrn.com/abstract=1669444>; PÉREZ CARRILLO, E., “Gobierno corporativo en EEUU y en Europa: administración, propiedad y auditoría ante la reforma”, en *RdS*, nº 24, 2005, pp. 144 y ss.; ALCALÁ DÍAZ, M.A., *El derecho de impugnación del socio...*, cit., pp. 51 y ss.; MARCOS FERNÁNDEZ, F. y SÁNCHEZ GRAELLS, A., “Necesidad y sentido de los consejeros independientes...”, cit., p. 507; ALONSO UREBA, A., “El gobierno de las grandes empresas”, cit., pp. 95 y ss., quien encuentra también en el diverso sistema de fuentes formales de derecho otra diferencia entre los modelos anglosajón y europeo de gobierno corporativo; GUERRA MARTÍN, G., *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas Estadounidenses...*, cit., pp. 106 y ss.

⁴⁹⁸ Sobre la evolución inicial del derecho societario norteamericano, véanse los primeros capítulos del libro de HAMILTON, R., *The Law of Corporations in a nutshell (1980)*, West Group, St. Paul Minnesota, 2000.

jurídica habría llevado a la institución societaria gradualmente, desde regímenes de responsabilidad personal de sus miembros a sistemas de responsabilidad limitada y, de dedicarse a funciones exclusivamente públicas, a ser utilizada como estructura de organización de actividades comerciales privadas de todo tipo⁴⁹⁹. Sin embargo, para facilitar el desarrollo del nuevo país, se procedió a la creación de múltiples sociedades de capital dedicadas al transporte, la construcción, la banca, etc. Con el tiempo, el número de solicitudes de creación de nuevas *corporations* creció exponencialmente e hizo prácticamente imposible la consideración individual de cada proyecto, por lo que el contenido de las autorizaciones y regulaciones fue estandarizándose progresivamente, acabando por generar la sensación general de que la creación de una sociedad de capital constituía más un “derecho” que un “privilegio”. Este proceso prosiguió con la promulgación de las leyes de sociedades en los diferentes estados de la unión, las que terminaron de consagrar la libertad de creación de sociedades para organizar cualquier actividad mercantil.

El movimiento liberalizador de la segunda mitad del siglo XIX incentivó el otorgamiento de mayores libertades a los órganos de administración societaria. Ello llevó a brindar a los *directors* y al *management* mayores competencias en detrimento de la junta de socios y de los derechos individuales de los accionistas⁵⁰⁰. Por su parte, la competencia entre los diferentes estados de EEUU para atraer hacia sus registros el mayor número de sociedades, les indujo a liberalizar al máximo sus marcos normativos, reduciendo al mínimo el número de normas imperativas.

Paralelamente, a partir de las últimas décadas del siglo XIX, en EEUU comenzó a asentarse un sistema de financiación de las sociedades de capital sensiblemente orientado al mercado (*market oriented system*), probablemente como consecuencia de políticas legislativas y jurisprudenciales dirigidas a impedir las grandes concentraciones de poder económico de los bancos. Este sistema de financiación societaria determinó,

⁴⁹⁹ Véase GUERRA MARTÍN, G., *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas Estadounidenses...*, cit., Caps. I y II, cuyos lineamientos generales son seguidos en el presente apartado.

⁵⁰⁰ Véase: BERLE, A. y MEANS, G., *The modern corporation and private property*, cit., pp. 28 y ss.

como resultado, mercados de valores de gran liquidez y sociedades con estructuras de capital de propiedad altamente dispersa, atomizada.

Estas características del mercado de sociedades llevaron a un vertiginoso desarrollo de las grandes sociedades y de la economía norteamericana en su conjunto. Sin embargo, la aparición de fraudes en el ámbito de las grandes sociedades y los efectos de la crisis de 1929, indujeron al gobierno federal a introducir una serie de normas reguladoras del mercado, dirigidas principalmente a recuperar la confianza de los inversores. Entre ellas destacan la *Securities Act* de 1933 y la *Securities and Exchange Act* de 1934, las que, si bien mantuvieron el principio de autorregulación de las bolsas de valores, introdujeron fuertes mecanismos de control y severos requisitos de información (*disclosure*). En los años siguientes, se hizo un gran esfuerzo por lograr una cierta uniformidad del derecho societario en todos los estados a través del mecanismo de “leyes modelo”, entre las que destaca la propuesta por la *American Bar Association* (ABA) en 1946 que llegó a ser adoptada por 35 estados de la unión⁵⁰¹.

Al mismo tiempo, a nivel doctrinal se plantearon y analizaron varios problemas de control del *management*, muchos de ellos explicados en el renombrado trabajo de BERLE y MEANS de 1933, ocasionados por la realidad de las sociedades norteamericanas, caracterizadas por la drástica separación de la propiedad y la gestión de las sociedades y por la “apatía racional” de sus *shareholders* dispersos. En tales circunstancias, la normativa norteamericana posterior se centró, fundamentalmente, en la protección de los inversores individuales (accionistas minoritarios) a través de la promoción de la liquidez de los mercados y de la participación de los accionistas en la gestión⁵⁰²; en los denominados problemas de “agencia”⁵⁰³

⁵⁰¹ Sin perjuicio de las diferencias que puedan encontrarse entre las regulaciones de los diferentes estados, en la actualidad, el modelo de sociedad ofrecido por cada uno de ellos es, en general, esencialmente dispositivo y subsidiario (cláusulas “*opt in*” y “*opt out*”), adaptable libremente a las características y circunstancias particulares de cada *corporation*.

⁵⁰² En este sentido, véase: El Informe BREEDEN de 2003, que recomienda incrementar la presencia y el poder de los accionistas; PAZ-ARES, C., “Reflexiones sobre la distribución de poderes en la moderna Sociedad Anónima (Teoría crítica de M.A. EISENBERG)”, en *RDM*, n° 145, 1977, p. 597, quien señala que en EEUU se ha sostenido que el voto del accionista cumpliría una función de *public policy*.

y de los *free raiders* en el ámbito de las acciones sociales de responsabilidad⁵⁰⁴; así como en el establecimiento de deberes de información (*full disclosure*)⁵⁰⁵, de diligencia y lealtad (*fiduciary duties*) y de responsabilidad (*derivative suit*).

ii) *El tratamiento del concepto de interés social en el ámbito estadounidense*

Tal como se advirtiera en otro apartado del presentar trabajo, la cuestión referida a los intereses que deben inspirar y guiar las decisiones de los órganos de administración (“*for whom corporate managers are trustees?*”) se planteó explícitamente en EEUU en las primeras décadas del siglo XX, explicitándose en el destacado debate intelectual entre los destacados académicos BERLE –perspectiva contractualista liberal- y DODD

⁵⁰³ Sobre los problemas de agencia, véase el ya destacado trabajo de JENSEN, M. y MECKLING, W., “Theory of the firm...”, cit., pp. 305 y ss., quienes afirman que, en tanto es lógico pensar que los agentes no siempre actúan en interés de los principales, resultaría necesario introducir mecanismos orientados a reducir los riesgos de “infidelidad” de los agentes. La amenaza de las OPAs (ofertas públicas de adquisición), especialmente exitosas en la década de los ‘80 del pasado siglo, constituyó un instrumento eficaz para lograr alinear los intereses de los administradores y accionistas. La aparición de las medidas anti OPAs y las crisis financieras generaron posteriormente la necesidad de elaborar nuevos mecanismos de control del *management*. Entre ellos, destaca la búsqueda de soluciones negociadas tendentes a otorgar más poder a los órganos societarios supervisores (Junta de socios y Consejo de administración) y el desarrollo del *soft Law* (principios y códigos de buen gobierno corporativo) que también promovió la participación de los socios en la gestión.

⁵⁰⁴ Al respecto véase CLARK, R., *Corporate Law*, cit., pp. 390 y ss., quien explica que el hecho de que la acción social de responsabilidad ejercida a expensas de algunos socios genera beneficios a la totalidad de accionistas sin que muchos incurran en gasto alguno (*free raiders*) generaría en todos ellos un “desinterés racional” por el control de la gestión social. En estas circunstancias, los accionistas disconformes con la gestión se limitarían a enajenar sus acciones en el mercado (*exit option*).

⁵⁰⁵ La *Sarbanes-Oxley Act*, de 2002, reacción del gobierno estadounidense ante la crisis financiera provocada por los escándalos financieros de grandes empresas del año 2001, constituye un esfuerzo más por promocionar la transparencia y control de las sociedades cotizadas (véase: IRASTORZA, I., “Sarbanes-Oxley Act, un paso adelante en la reforma regulatoria de las sociedades cotizadas norteamericanas”, en *RDBB*, nº 88, 2002, pp. 254 y ss.; PÉREZ CARRILLO, E., “Gobierno corporativo en EEUU y en Europa...”, cit., pp. 148 y ss.).

–visión institucionalista-. No es de extrañar la hegemonía de la doctrina contractualista en el ámbito societario estadounidense, en la medida en que se ajustaba mejor a las ideas políticas liberales tradicionalmente predominantes en el país⁵⁰⁶. Además, las comentadas distorsiones ocasionadas por las especiales características de las sociedades cotizadas norteamericanas -orientadas al mercado de valores y altamente atomizadas-, promovieron la mayor aceptación de la concepción contractualista del interés social, que lo identifica con la creación de valor para el accionista (*creating shareholder value*).

Respecto de la actividad de *decisionmaking* (aspecto formal del concepto de interés social) la doctrina norteamericana también habría rechazado la participación de los *stakeholders*, en la medida en que estos, por un lado, no contarían con el conocimiento específico necesario; por otro lado, no existirían modos de determinar el modo del cómo y el cuánto de su participación y, finalmente, sus intereses estarían, generalmente, en conflicto con los de la sociedad⁵⁰⁷. Respecto al caso particular de la eventual participación de los trabajadores en la administración de la *corporation*, se ha señalado, además de los argumentos anteriormente expuestos, que la negociación colectiva sería el medio adecuado para canalizar la participación de los trabajadores en el proceso decisorio de la empresa. La cogestión tendría, para estos autores, una base equivocada, desde que los intereses de capitalistas y trabajadores serían siempre diversos⁵⁰⁸ y, en ciertos casos, contrarios.

⁵⁰⁶ Sin embargo, cabe señalar que como señalaría COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate Law...”, cit., pp. 1618 y ss., el carácter liberal de la legislación societaria norteamericana puede verse como un vaso medio lleno o medio vacío, en la medida en que muchas de sus normas son consideradas imperativas. Sostiene el autor que es inevitable afirmar el carácter imperativo de algunas normas societarias y que la clave estaría en establecer la línea entre normas imperativas y subsidiarias o dispositivas. En EEUU, el balance de la amplia libertad contractual que otorga la legislación positiva se lograría con la revisión judicial, *ex post*.

⁵⁰⁷ Cfr.: PAZ-ARES, C., “Reflexiones sobre la distribución de poderes...”, cit., pp. 563 y ss., donde el autor expone las teorías de la doctrina norteamericana, especialmente las ideas de Melvin EISENBERG, en torno a la distribución de poder en la sociedad anónima.

⁵⁰⁸ *Ibidem*, cit., p. 570.

Frente a la tesis contractualista mayoritaria en EEUU, recientemente habría reaparecido otra, de corte institucionalista, que propone concebir a la sociedad como una institución social con efectos que superan el ámbito contractual y que deben ser regulados por el Derecho⁵⁰⁹. Recogiendo, en cierto sentido, algunos de los planteamientos de esta perspectiva, los *Principles of corporate governance* del AMERICAN LAW INSTITUTE de 1994 (Sec. 2.01. b. 1 y 2) prevén que, incluso en el caso de que no se obtenga beneficio para los accionistas, la sociedad podría tener en cuenta consideraciones éticas razonables para una gestión empresarial responsable y destinar recursos a fines de interés público, humanitarios, educativos y filantrópicos⁵¹⁰.

Esta perspectiva habría incentivado un paulatino proceso de reconocimiento de elementos que exceden el restringido criterio contractualista. En tal sentido, corresponde destacar la reciente propuesta de los NACD *Principles* de 2008, los que señalan que el objetivo fiduciario del órgano de administración sería la creación de valor a largo plazo para la sociedad (“*long-term value creation for the corporation*”).

⁵⁰⁹ Una síntesis de los argumentos a favor de esta tesis puede encontrarse en los destacados trabajos de FREEMAN, R. y EVAN, W., “A stakeholder theory of modern corporation: Kantian capitalism”, en (Ed.) BEAUCHAMP, T. y BOWIE, N., *Ethical theory and business*, Englewood Cliffs, Nueva Jersey, Prentice-Hall, 3ª edición, 1988, pp. 101 y ss., y de GREENFIELD, K., *The failure of corporate Law...*, cit.

⁵¹⁰ Sobre los *Principles* del AMERICAN LAW INSTITUTE, véanse los comentarios de su principal autor, EISENBERG, M., “An overview of the Principles of Corporate Governance”, en *The Business Lawyer*, vol. 48, 1993, pp. 1271 y ss., cercanos a una visión de corte más institucionalista. En efecto, señala el autor (Ibíd., p. 1276) que la sociedad de capital sería una institución social además de económica.

3. VALORACIÓN CRÍTICA DE LOS PARADIGMAS EN PUGNA

El análisis crítico de las diversas posiciones doctrinales, jurisprudenciales y normativas (*hard y soft Law*) en torno al concepto de interés social puede ser abordado en dos niveles complementarios. El primero de ellos, implicaría examinar las diferentes propuestas relativas al contenido a ser atribuido a la cláusula de interés social como orientadora de la actuación de los administradores de sociedades (aspecto material). El segundo, por su parte, se dirigiría a analizar las diferentes soluciones normativas propuestas en torno a la atribución de la facultad para concretar, en cada caso, el interés social (aspecto formal).

3.1. Aspecto material: Reduccionismo conceptual e ideológico de las perspectivas institucionalistas y contractualistas

Con relación al punto esencial de análisis relativo al contenido material de la cláusula de interés social, el delineamiento expuesto del estado de la cuestión descubre un común reduccionismo, por un lado, conceptual y, por otro, ideológico –de corte economicista y corporativista– en los planteamientos institucionalistas y contractualistas.

3.1.1. *Proyección del reduccionismo del concepto de sociedad de capital sobre la delimitación del interés social*

El reduccionismo conceptual de los planteamientos institucionalistas y contractualistas de interés social se derivaría de la noción parcial de sociedad de capital de la que cada uno de ellos parte. En la medida en que ambos tenderían a reducir el concepto de sociedad a una sola de sus cualidades esenciales (mientras el paradigma contractualista partiría de una noción meramente contractual-económica de sociedad de capital, olvidando su esencial carácter institucional u organizacional *-bureocratic hierarchy*⁵¹¹-, la doctrina institucionalista tendería a dejar de lado el carácter contractual del concepto, centrándose únicamente en su aspecto institucional), desde el inicio, se verían viciadas las conclusiones extraídas en torno al concepto de interés social.

⁵¹¹ Definición aportada por EISENBERG, M., “The conception that the corporation is a nexus of contracts...”, cit., p. 820.

i) *Carencias de las formulaciones institucionalistas de interés social*

Como se advirtió anteriormente, las raíces de la teoría institucionalista de interés social se encuentran en la noción reduccionista de sociedad que la define solo, o esencialmente, como una institución autónoma de las personas que la conforman, con un interés propio, independiente y superior a los socios que la ponen en marcha.

De dicha premisa surgen, como derivados necesarios, las formulaciones de interés social que lo identifican con el “interés de la empresa en sí”, con el “equilibrio de intereses presentes en la empresa”, con la “conservación a largo plazo” (sostenibilidad) o, más recientemente, con las diversas propuestas ofrecidas por el movimiento de la responsabilidad social corporativa que, en definitiva, vienen a promover la contemplación de los intereses de los diferentes *stakeholders* en la adopción de las diversas decisiones societarias.

Ciertamente, en todas las mencionadas formulaciones del aspecto material del concepto de interés social se descubre, en mayor o menor medida, dependiendo de la radicalidad de las propuestas, un olvido o desprecio del carácter esencialmente contractual de la sociedad de capital. Carácter que puede encontrarse no solamente en el origen de la sociedad –el contrato de sociedad- sino también en su desarrollo, en la medida en que la red de contratos que conforma la empresa sería la que hace posible el funcionamiento de la sociedad en la consecución de su fin a través del desarrollo de su objeto (el proyecto empresarial elegido para lograrlo).

Así, en primer lugar, la identificación del interés social con el interés de la “empresa en sí” (*Unternehmen an sich*) por la que, desde RATHENAU, se sostiene que las decisiones de los administradores deben inspirarse más en el desarrollo exitoso de la empresa (el objeto social) que en la maximización del dividendo (interés de los accionistas), parece olvidar que la delimitación y desarrollo del objeto social es fruto de varias relaciones contractuales cuyo cumplimiento resulta esencial para el desarrollo exitoso de la sociedad. Más allá de que no resulte atendible atribuir un interés real a una ficción jurídica –a un “místico”- como lo es la sociedad o la empresa,

desde el punto de vista económico, debe advertirse que si se impusiera este tipo de formulación del interés social se estaría estableciendo serios incentivos para desestimular la inversión en sociedades de capital – instrumentos muchas veces indispensables para llevar a cabo grandes empresas con necesidades elevadas de capital financiero-. ¿Qué posible inversor se arriesgaría a entregar su dinero si no se le asegura previamente que las condiciones contractuales a las que se sujetará, serán cumplidas al detalle?, ¿qué empleado aceptaría de buena gana trabajar si llegado el momento se priorizará el “interés de la empresa en sí” antes que su contrato de trabajo?, o ¿qué institución financiera prestaría su dinero en tan inciertas condiciones? Es decir, el contrato es esencial en toda sociedad de capital. Forma parte de su esencia, de su origen (en el contrato de sociedad) y de su desarrollo.

Como se explicaba anteriormente, la sociedad de capital sería una entidad de naturaleza “contractual-organizacional” indivisible. En consecuencia, las decisiones sociales que se adopten deberían respetar dicha naturaleza jurídica. El interés de la “empresa en sí” debe implicar el cumplimiento de todos y cada uno de los contratos que constituyen la sociedad-empresa, entre ellos, el contrato de sociedad, en el que puede aparecer –como usualmente ocurre- que la maximización del dividendo resulte una prioridad.

En segundo lugar, con relación a la identificación del interés social con el “equilibrio de intereses presentes en la empresa” como complemento o desarrollo de la teoría de la “empresa en sí”, debe advertirse, como se ha señalado, que tal formulación resultaría escasamente útil, en cuanto sería altamente subjetiva e imprecisa⁵¹² (y, desde nuestra perspectiva, algo peligrosa por depender, en definitiva, del concepto de equilibrio o justicia que tenga el administrador de turno) como criterio de orientación de la actuación de los administradores, si no se sujeta al equilibrio que introduce el *nexus of contracts* que constituye la empresa. Es decir, el equilibrio de intereses no debería depender de criterios subjetivos como parece sugerir la teoría institucionalista, sino de elementos objetivos que respeten la

⁵¹² Cfr.: ALONSO LEDESMA, C., “Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social...”, cit., pp. 42-43.

participación de cada uno de los *stakeholders* en la sociedad, participación que se encontraría delimitada en la relación contractual de cada uno con o en la sociedad. La labor discrecional del órgano de administración consistiría, justamente, en tomar las decisiones que mejor equilibren las relaciones contractuales de cada interesado con la sociedad. Las legislaciones que, como la inglesa o portuguesa, establecen explícitamente la necesidad de contemplar los intereses de distintos *stakeholders* al adoptar las decisiones societarias no deberían ser interpretadas de otro modo. Solamente las condiciones contractuales –y las integraciones que de las mismas puedan deducirse– de cada una de las vinculaciones de los *stakeholders* con la sociedad brindarían las necesarias orientaciones objetivas a los administradores.

En el mismo sentido, las pautas de decisión introducidas por el movimiento de “responsabilidad social corporativa”, de indudable contenido ético, sólo tendrían cabida en la definición del contenido del interés social en cuanto las mismas se encuentren previamente pactadas o aceptadas voluntariamente por la sociedad⁵¹³, esto es, integradas en alguno de los instrumentos jurídico-contractuales que la vinculan.

Finalmente, con relación a la formulación, de corte institucionalista, que propone identificar el interés social con la *sostenibilidad* (con la conservación a largo plazo) como mecanismo de protección indirecto de todos los intereses presentes en la empresa, corresponde señalar, una vez más, que dicha noción olvida el carácter contractual de la sociedad de capital. La sostenibilidad, en efecto, puede no interesar a ninguno de los *stakeholders* presentes en la empresa. Piénsese, por ejemplo, en sociedades que se constituyen para llevar a cabo una obra determinada o una actividad temporal. Cada una de las relaciones contractuales que conforman la sociedad-empresa debería definir su extensión temporal, dependiendo de ellas, la sostenibilidad temporal de la sociedad. Por otro lado, tampoco resultaría compartible la definición vinculada a la sostenibilidad cuando la empresa resulta –por diversos motivos– no ser rentable. En tales casos la

⁵¹³ Así lo reconoce, en efecto, el CUGC de 2006, Recomendación nº 7, al delimitar el concepto de interés social.

sostenibilidad terminaría resultando perjudicial para todos e, incluso, para la economía general de la comunidad en que se desenvuelve la empresa.

ii) *Efectos del reduccionismo conceptual sobre la teoría contractualista del interés social*

Las tesis contractualistas de interés social que privilegian el interés de los socios capitalistas, traducido modernamente en la formulación de “creación de valor para el accionista” (*creating shareholder value*), sobre los intereses de los demás sujetos vinculados a la sociedad, tienen su origen en un concepto de sociedad también parcial, que la reduce a un mero contrato de asociación entre los accionistas en vistas a la consecución de un fin común, lucrativo⁵¹⁴.

Sin perjuicio de la crítica que merece el aspecto economicista de la formulación contractualista, a la que luego haremos referencia, corresponde observar que su noción de sociedad y, como consecuencia, de interés social, sufre de los errores señalados en el primer capítulo del presente trabajo cuando se describió la tesis contractual-económica de sociedad de capital. En efecto, el hecho de que la sociedad de capital constituya no solamente un contrato, sino un contrato de organización (un contrato-organización) implica que de la sociedad forman parte no sólo los socios capitalistas sino también otros intereses que progresivamente van “ingresando”, de forma dinámica, a la sociedad, en las condiciones que sus vínculos contractuales establezcan en cada caso. En tal sentido, los intereses de cada uno de ellos deberían ser contemplados por los administradores al adoptar las decisiones en función de las condiciones contractuales pactadas, del mismo modo que sucede en las relaciones entre los socios⁵¹⁵.

⁵¹⁴ Cfr.: MACEY, J., “Fiduciary duties as residual claims...”, cit., p. 1267, quien afirma que la teoría de la creación de valor exclusivamente para el accionista choca con la noción de empresa como *nexus of contracts*.

⁵¹⁵ Al respecto, véase el trabajo de BOATRIGHT, J., “Fiduciary duties and the shareholder-manager relation...”, cit., pp. 394 y ss., quien señala que si bien se han establecido varias normas para proteger el interés de los accionistas, de ello no se seguiría que los directores tienen un deber fiduciario de administrar la sociedad en interés de los accionistas.

Podría afirmarse, en definitiva, que la perspectiva contractualista de sociedad y de interés social es estática. Se centraría solamente en el origen contractual de la sociedad, dejando de lado su carácter institucional, su naturaleza esencialmente dinámica, lo que implicaría incluir en su concepción también las relaciones que, de algún modo, integran a la sociedad otros intereses además del de los socios capitalistas y que, en consecuencia, podrían eventualmente modificar el contenido material del concepto originalmente reducido al interés de los socios, dependiendo de las condiciones contractuales a las que se hubiera arribado⁵¹⁶.

Semejantes críticas merece la teoría contractualista de corte más instrumental que concibe al interés social como una cláusula de integración del contrato de sociedad, es decir, como aquella norma que indicaría a los administradores que resuelvan en función de lo que hubieran pactado los socios al momento de contratar, de haber previsto la situación concreta presente, prácticamente imposible por los costes de transacción que ello implicaría⁵¹⁷. Ciertamente, la sociedad de capital no constituiría un solo contrato –el de “sociedad” pactado entre los socios- sino una red de contratos. En consecuencia, la adecuada utilización del *implicit contracting* implicaría integrar no solamente el contrato de sociedad *strictu sensu* sino, a un tiempo y de manera equilibrada, el conjunto de contratos que conforman la sociedad-empresa. Evidentemente, al inicio de la “vida” de la sociedad, parece evidente que el interés común de los socios tendrá mayor influencia en la adopción de las decisiones y la integración del contrato entre ellos deberá ser el elemento esencial de integración. Sin embargo, en cada caso, la evolución podrá ser distinta, y los contratos en los que se vea involucrada la sociedad podrán llevar a que se contemplen otros intereses, en función del poder de negociación y las condiciones que efectivamente se establezcan en

⁵¹⁶ En efecto, la sociedad sería un fenómeno esencialmente dinámico. Así la concibe COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate Law...”, cit., p. 1623, cuando define a la *corporation* como “*a long-term entrepreneurial relationship among economic actors whom society wishes to encourage to accept risk*”. El autor estaría presumiendo que muchos de los términos de la sociedad serán modificados con el tiempo, de acuerdo a las necesidades del proyecto empresarial y las relaciones contractualmente trabadas entre los diferentes *economic actors*.

⁵¹⁷ El interés social sería, en definitiva, un instrumento legal al servicio de la eficiencia económica.

las diferentes vinculaciones contractuales-societarias. Así, por ejemplo, podrá suceder que un acreedor exija –y logre pactar contractualmente- como condición a la adopción de ciertas decisiones, su aprobación previa, o que los trabajadores consigan que su interés se vea contemplado al adoptar diversas decisiones empresariales.

iii) *Integración de posiciones: perspectiva contractual-dinámica*

La naturaleza compleja de sociedad de capital, a la vez contractual y organizacional, reconocida en el presente trabajo y sostenida por la doctrina mayoritaria, llevaría a una síntesis de las propuestas institucionalistas y contractualistas, parciales o incompletas pero susceptibles de integración en una perspectiva que recoja las indudablemente destacadas aportaciones de una y otra visión del problema del interés social. Se trataría de una formulación indudablemente contractual del concepto de interés social (aspecto contractual) que respete el carácter también institucional de la sociedad de capital, carácter que podría sintetizarse en la organización jerárquica y burocrática de diversos factores y sujetos a través de una red de contratos en torno a un núcleo central (*nexus of contracts*) en continuo proceso de cambio, en función de los diversos contratos –implícitos o explícitos- que, según las diversas circunstancias micro y macroeconómicas que afectan la empresa, se van constituyendo o modificando en el tiempo (aspecto dinámico)⁵¹⁸.

En tal sentido, el concepto de interés social no resultaría definible de una manera concreta, acabada y definitiva, *a priori*, sino que resultaría de la interpretación que, en cada caso concreto, los administradores realicen de los contratos –de la red de contratos- en juego. La cláusula de interés social, justamente, vendría a otorgar a los administradores la discrecionalidad necesaria para interpretar fiduciariamente el resultado de la coordinación de intereses que introduce la red de contratos que constituye la empresa societaria.

⁵¹⁸ En el mismo sentido, advertía MILLER, C., “The fiduciary duty of a corporate director”, en *Baltimore L. Rew.*, n. 4, 1975, p. 260, que el deber de los administradores de sociedades en cualquier situación dependería de la totalidad de las circunstancias a las que se enfrenta, entre ellas, el tamaño de la sociedad y el rol que ocupa el administrador en el órgano de administración (por ejemplo, si es interno o externo).

Ciertamente, para que la cláusula de interés social constituya una guía eficaz para la actuación de los administradores se le debe atribuir, tal como coinciden en reconocer las más recientes tendencias institucionalistas y contractualistas, elementos objetivos en función de los cuales adoptar las decisiones. Dichos criterios de actuación se encontrarían contractualmente definidos en la medida en que el fin común, “concretado”⁵¹⁹ en el objeto social (empresa) surgiría del contrato de sociedad y de la red de contratos que el desarrollo del objeto social ocasiona. El desarrollo óptimo del objeto social en vistas a la consecución del fin previsto en el contrato de sociedad⁵²⁰, llevará a la contratación de *stakeholders* en diversas condiciones –que, incluso, podrían llegar a modificar el sentido del objeto y fin sociales originalmente dispuestos contractualmente por los socios-, todo lo cual compondría una organización cuyo interés constituiría el “norte” objetivo a ser perseguido por los administradores. Esta conclusión resultaría

⁵¹⁹ Así explica GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades*, cit., p. 200, la relación entre fin y objeto social.

⁵²⁰ En efecto, el objeto social, ya ha sido considerado como límite y guía de actuación de los administradores. Al respecto, véase: GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*, cit., p. 359, quien afirma que en lo referente a la gestión social, los administradores no encontrarían más límite que el objeto social; PEDROL RIUS, A., *La anónima actual y la sindicación de acciones*, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, 1969, pp. 126-127, quien comenta que aquellos intereses que respetan el objeto y fin sociales pueden calificarse como intereses sociales y todos los demás quedarían en la zona de los intereses extrasociales, y que, en efecto, podría darse en la práctica acuerdos sociales que perjudiquen el interés particular de una minoría de socios que no atenten contra el interés social “definido objetivamente por los referidos elementos tipificadores”; COHEN DE ROIMISER, M., *El interés social en la sociedad anónima*, Depalma, Buenos Aires, 1979, p. 59, quien considera que el objeto social fijado al constituirse la sociedad o posteriormente modificado sería el que delimitaría la actividad de la sociedad y la competencia de los órganos societarios, por lo que constituiría el punto de referencia a ser considerado para determinar si la actuación de quienes adoptan las decisiones se ajustan a las necesidades de la actividad empresarial desarrollada por la sociedad; PÉREZ CARRILLO, E., *La administración de la S.A....*, cit., p. 71, quien sostiene que el objetivo del administrador sería alcanzar el “más perfecto desarrollo del objeto social orientado por el interés social” en función del “*iter* de la vida de la sociedad y demás circunstancias concurrentes en cada momento”.

Asimismo, consideran al fin social, concretado en el objeto social, elemento esencial del interés social, entre otros: DUQUE DOMÍNGUEZ, J., *Tutela de la minoría...*, cit., p. 73 y LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit., p. 42.

adecuada a la naturaleza, a la vez, contractual y organizacional de la sociedad de capital, en la medida en que nacería del contrato de sociedad y, al mismo tiempo, respondería a los objetivos que tiene la sociedad, como institución independiente de los socios que la constituyen.

Por otra parte, el interés de la sociedad deberá ser necesariamente dinámico, porque siendo objetivo, variará en función del tipo de decisión, de los sujetos implicados en ella, de la red de contratos en continua expansión que conforma la empresa societaria, de la coyuntura micro y macroeconómica en que se encuentre la misma y, en definitiva, de lo que en cada caso convenga al óptimo desarrollo del objeto social en consecución del fin. Es decir que, dentro de los parámetros objetivos establecidos por la *causa societatis* (objeto y fin social) y a la luz de ellos, el interés social constituiría una cláusula de contenido variable, prevista como instancia de mediación en caso de conflictos entre los grupos de interés que se consideren relevantes en cada cuestión a ser resuelta y para la integración en caso de las inevitables lagunas de los contratos entre los diferentes sujetos que participan en la sociedad. En consecuencia, el contenido material de la fórmula de interés social no puede ser fijo sino variable. Es decir, no vendría determinado de una vez para siempre y del mismo modo en todos los casos, para todas las sociedades, sino que dependería del contexto, de los acuerdos contractuales preestablecidos entre los diversos *stakeholders* (capitalistas, trabajadores, proveedores, etc.) y de las circunstancias: de quienes fueran las partes en conflicto (actual o potencial) y de la situación económica-empresarial-jurídica en que tales sujetos y la sociedad se encuentren⁵²¹.

⁵²¹ Cfr.: ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión del derecho de suscripción preferente*, cit., p. 24, quien reconoce que resultaría inútil “intentar construir un concepto de interés social de valor unitario para la sociedad anónima *in genere*”, sin tener en cuenta los diversos factores que afectan a cada tipo de sociedad anónima. Desde nuestro punto de vista, resultaría especialmente relevante la dimensión de la sociedad y el hecho de que la misma cotice o no en el mercado de valores. Parecería evidente que el “peso” de cada socio sobre las decisiones que adopta una sociedad con capital disperso será inferior al que tienen en una sociedad con capital concentrado y ello porque, como señala PAZ-ARES, C., “Reflexiones sobre la distribución de poderes...”, cit., p. 572, “la medida en que un accionista espera y desea participar en las decisiones estructurales es directamente proporcional al tamaño de su paquete de acciones”.

La idea de interés de “la empresa en sí”, cuya principal virtud sería subrayar la especial trascendencia del objeto social y la independencia del interés de la sociedad del interés subjetivo y circunstancial del conjunto de socios, sólo resultaría admisible desde el derecho constitucional de libertad de empresa, cuando el mismo sea el resultado de la libre negociación de los sujetos que intervienen en la empresa. Es decir, la visión institucional debería matizarse y adecuarse a la naturaleza, también, contractual de la sociedad. Ello se conseguiría introduciendo el fin social en la definición. El desarrollo de la empresa no constituiría, en efecto, un fin último en sí mismo, sino que se ordenaría a un fin específico que, en la generalidad de los casos de sociedades de capital, sería el lucro de cada uno de los sujetos que en ella participan⁵²².

Será un interés objetivo, independiente del interés circunstancial de los socios⁵²³, aunque fuertemente vinculado a él, en función del poder de negociación del que usualmente gozan en las sociedades de capital. No obstante, el interés de la “empresa en sí” no debería depender, en tal sentido, del criterio subjetivo de los administradores sino de la integración de la red de contratos que conforman la empresa societaria. En consecuencia, el interés social será único para cada sociedad, de acuerdo a lo que en cada una de ellas se hubiera libremente pactado entre sus *stakeholders*. Así, el interés de una empresa, en la que los trabajadores no gozan de una posición contractual favorable (por no gozar, por ejemplo, de un sindicato poderoso) llevará a que las decisiones societarias se adopten contemplando menos el interés de los trabajadores que en otra en la que los contratos sociedad-trabajadores contengan cláusulas que favorezcan más su interés. En el mismo sentido, podrá suceder también que el “interés de la empresa”

⁵²² Sin perjuicio de la trascendencia del debate acerca del fin de lucro como elemento esencial de la sociedad de capital en los términos establecidos en la doctrina española referida en anteriores apartados del presente trabajo, en los hechos, lo más frecuente es que las sociedades de capital tengan fin de lucro. La cuestión, sería, en tales circunstancias, establecer sí, aún teniendo fin de lucro, debería contemplarse otros intereses además de los intereses de quienes aportan el capital.

⁵²³ En efecto, las mencionadas teorías contractualistas que identifican el interés social con el interés del “socio medio” –como modo de evitar las distorsiones a las que inducía la tesis del mero interés común- no estaría lejos de esta formulación, en cuanto implicaría un interés objetivo de la sociedad.

aconseje su disolución, si la integración de la red de contratos que la constituyen lleva a dicha conclusión.

Por otra parte, la perspectiva de equilibrio de intereses presentes en la empresa, también promovida por el movimiento de responsabilidad social corporativa, resultaría igualmente adaptable a la propuesta contractual-dinámica, en la medida en que dicho equilibrio de intereses o la contemplación de los diversos intereses presentes en la empresa sería recogida por la formulación integradora propuesta, aunque ciertamente no desde el criterio necesariamente subjetivo y parcial de los administradores, sino a partir de los elementos objetivos que brindaría la red contractual dinámica que constituye la empresa societaria, derivada de la libre negociación de los sujetos vinculados a la sociedad⁵²⁴.

Para lograr el fin social a través del desarrollo óptimo del proyecto empresarial elegido, parecería necesario procurar el reconocimiento de todos los intereses presentes en el mismo. Sin embargo, debe advertirse que, en caso de conflicto de intereses, el equilibrio no debería buscarse más que en las relaciones contractuales que vinculan a cada *stakeholder* con la sociedad, las cuáles, en su conjunto determinarían lo que subjetivamente indicaría el óptimo desarrollo de la empresa, criterio que en ciertos casos implicará el sacrificio de alguno de los intereses particulares en conflicto, en amparo de los intereses de la sociedad.

En tal sentido, cada uno de los *stakeholders* tendría derecho a exigir que la sociedad actúe según su interés social –esto es: con el objetivo de crear valor a través del desarrollo de la empresa, cumpliendo equilibradamente con los contratos a los que explícita o implícitamente se hubiera vinculado-, no en el interés individual de un grupo o sujeto determinado. En consecuencia, serían tan contrarias al interés social las políticas de dividendos excesivamente altos, como aquellas que propusieran el pago injustificado de salarios por encima del mercado –salvo que resultaran de pactos contractuales libres motivados razonablemente y explicadas a los sujetos interesados (*comply or explain*)-, ya que a mediano

⁵²⁴ Negociación cuyo único, aunque muy relevante, límite sería el establecido por el art. 1255 CC.

o largo plazo llevarían a la empresa a no ser competitiva y, en consecuencia, a no desarrollarse de manera adecuada⁵²⁵.

Podría reprocharse que la perspectiva propuesta no sea capaz de contemplar los intereses de los *stakeholders* no directamente –o al menos no contractualmente– vinculados con la sociedad, ya que no entrarían en la labor de integración contractual que debería acometer el órgano de administración. Se trataría de una cuestión de externalidades negativas o efectos colaterales de la actuación privada de los agentes económicos que, como se señaló anteriormente, serían consecuencia de una inacabada distribución de los derechos de propiedad en el mercado. Aquí, aparecería, como se advirtió anteriormente, la necesidad de la actuación subsidiaria –temporal– de la autoridad estatal, como garante del bien común y de los principios jurídicos fundamentales entre los que se cuenta el dar a cada uno lo suyo (administración de la justicia) y el de evitar que se “haga daño a otro” (*neminem laedere*), estableciendo normas de protección de tales intereses (medio ambiente, seguridad pública, etc.). Los administradores, en este ámbito, deberían limitarse a cumplir de buena fe las normas legales establecidas por la autoridad estatal correspondiente.

Con relación a las formulaciones contractualistas de interés social, las mismas podrían resultar compatibles con la noción propuesta en el presente trabajo siempre y cuando reconozcan la necesidad de abrir el concepto al dinamismo contractual propio de la sociedad de capital⁵²⁶. En tal sentido, el interés social concebido como “interés común” no sería ya sólo de los socios, sino de todos los *stakeholders* en función de los diversos contratos

⁵²⁵ Al respecto, véase: SÁNCHEZ CALERO, F., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, cit., p. 106.

⁵²⁶ Como señala HART, O., “An economist’s view of fiduciary duty”, en *University of Toronto L. J.*, nº 43, 1993, pp. 303-304, el hecho de que el *management* se deba fiduciariamente a los accionistas no significaría, necesariamente, que no pueda deberse fiduciariamente también a otros *stakeholders*. Advierte el autor que los argumentos esgrimidos para afirmar la contemplación exclusiva del interés de los accionistas (la noción pluralista llevaría a i) la reducción de la lealtad a los accionistas si se debe también a los demás *stakeholders*, y ii) la justificación de cualquier acción del órgano de administración) no resultan completamente convincentes y que, en la realidad, por ejemplo, en situaciones cercanas a la insolvencia, los deberes pasan a deberse a los acreedores, más que a los accionistas.

que los vinculen entre sí⁵²⁷. La formulación del interés social como interés común de los socios, en consecuencia, resultaría adecuada mientras la sociedad no entable relaciones *ad extra*, en la medida en que las mismas, en general, traerán aparejadas obligaciones que limitan la discrecionalidad de los socios⁵²⁸.

El objeto y fin social pasarían a constituir “reglas de juego” – implícitamente comprendidas en los diferentes contratos que componen la empresa societaria- comunes para socios y demás *stakeholders* que se relacionen con la sociedad. En consecuencia, la relación fiduciaria de los administradores con la sociedad implicaría proteger el interés común de *shareholders* y, en el sentido expresado, también de los *stakeholders*⁵²⁹.

Si se consideran las circunstancias actuales de severa crisis financiera mundial, el poder de negociación de los socios –quienes, en principio, aportan el capital financiero- probablemente será sensiblemente mayor al de los demás *stakeholders* lo que les facilitará prever contractualmente que las

⁵²⁷ Cfr.: RIBAS FERRER, V., *Aproximación al estudio del deber de lealtad del administrador de sociedades*, Tesis Doctoral del autor publicada en <http://www.tesisenxarxa.net/TDX-1026105-113344/>, pp. 411 y ss., quien considera que el interés común tendría una estrecha vinculación con el objeto y el fin de la sociedad en la medida en que las decisiones que se dirijan hacia el fin común desarrollando el objeto social serían de interés común para toda la sociedad. En este sentido, para el autor, el conflicto de intereses que pretendería evitarse a través del deber de lealtad no se daría cuando este persigue sus intereses personales en perjuicio de los trabajadores, proveedores, acreedores o socios, sino cuando “persigue intereses personales que puedan afectar el desarrollo del objeto y fin social”. En el mismo sentido, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., GARCÍA-PITA, D. y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, A., “Responsabilidad de los administradores de sociedades de capital...”, cit. p. 17, advierten que la concreción de la obligación de actuar diligentemente dependería del objeto y fin de la sociedad

⁵²⁸ Véase: PEDROL RIUS, *La anónima actual...*, cit., pp. 128-129, quien sostiene que sería necesario que el interés común de los socios manifestado en los acuerdos sociales respete el fin y el objeto social, afirmación que sólo sería razonable en la medida en que la sociedad hubiera entablado relaciones *ad extra*, en la medida en que el fin y el objeto social constituirían una suerte de reglas de juego a las que deben someterse todos los *stakeholders*, salvo acuerdo de las partes. De lo contrario, nada justificaría la limitación de la libertad de los socios para modificar discrecionalmente los acuerdos previstos en el contrato de sociedad.

⁵²⁹ Cfr.: ARGANDOÑA RAMÍREZ, A., “The stakeholder theory and the common good”, cit., pp. 1097-1098.

decisiones societarias se adopten principalmente en su interés. Sin embargo, el interés común de los socios *no podría ser otro* que el desarrollo óptimo de la empresa (objeto social contractualmente dispuesto) en vistas a la consecución del fin común social. En consecuencia, en todo caso, el interés común de los socios, así entendido, gozaría de objetividad y, por tanto, no necesariamente habría de coincidir con el interés eventual y coyuntural de una mayoría –o incluso unanimidad- de socios expresado a través del voto en junta. Los acuerdos sociales de la junta serán ajustados al interés social siempre que no se opongan a la *causa societatis*⁵³⁰. Dicho interés común debería ser compartido o, al menos, respetado por los demás *stakeholders*, en la medida en que al relacionarse con la sociedad conocerían, de antemano, su objeto y fin, los que constituirían las mencionadas reglas de juego. En cierto modo, podría sostenerse, que forman parte de las condiciones contractuales que los vinculan a la sociedad, que deben ser cumplidas para que todos resulten beneficiados –en función de los sinalagmas contractuales previstos- por la riqueza que proporcionará la empresa adecuadamente gestionada⁵³¹. En consecuencia, podría sostenerse que la relación fiduciaria de los administradores con la sociedad implicaría

⁵³⁰ Cfr.: PEDROL RIUS, A., *La anónima actual...*, cit., pp. 128-129, quien para explicar que el interés social no puede identificarse, meramente, con el interés común de los socios, entendido como el resultado de una votación en junta de accionistas, alude al ejemplo anteriormente propuesto por JAEGER en el que los accionistas de una sociedad acuerdan unánimemente que la sociedad adquiera un inmueble propiedad de sus socios a un precio notoriamente superior al de mercado. En tal caso, el interés común de los socios sería contrario al interés de la sociedad, en cuanto que “es necesario que el interés común se manifieste en un acuerdo que respete el fin lucrativo y el medio empleado para conseguirlo, o sea el desarrollo del objeto social”.

⁵³¹ En tal sentido, podría analizarse las posibles consecuencias de que los socios actuales de una sociedad resuelvan, sin considerar los intereses de los diversos *stakeholders*, por la mayoría calificada correspondiente (art. 199 LSC), modificar los estatutos sociales en lo relativo al objeto social. En efecto, se trataría de un cambio de las mencionadas “reglas de juego” en medio de la “partida”. Desde nuestra perspectiva, en estos casos, correspondería, de *lege ferenda*, y de manera subsidiaria a la libre contratación de las partes, prever mecanismos adecuados para compensar los eventuales perjuicios directos e indirectos que dicho cambio ocasione a los distintos *stakeholders*. Esta conclusión derivaría de la aplicación del criterio del *implicit contracting*, de lo que hubieran pactado las partes, de haberlo previsto, al momento de contratar.

proteger ese interés común que sería, a la vez, de los *shareholders* y, en cierto sentido, de los *stakeholders*⁵³².

Sin embargo, la también contractualista noción de interés social como “creación de valor para el accionista” (*shareholder value*) -reconocida en España desde las sugerencias ofrecidas por el Informe OLIVENCIA y reafirmada por el Código CONTHE de 2006-, aunque en la mayoría de los casos así resulte de la negociación entre los *stakeholders*, no debería ser considerada el criterio único e inmodificable de orientación del órgano de administración. Ello porque, en cada caso, su contenido debería depender de la negociación contractual de todas las partes intervinientes en la red de contratos que constituye la empresa societaria. La mencionada definición de origen anglosajón⁵³³, en cambio, se centraría únicamente en el interés de un grupo (los accionistas), olvidando los intereses de otros grupos de interés vinculados a la sociedad que también realizan importantes aportaciones necesarias para el éxito de la empresa⁵³⁴. En consecuencia no debería adoptarse como definición general o, en menor medida aún, como formulación legal, la creación de valor para el accionista. En todo caso, podría reconocerse, como concepto general el de la “creación de valor para la sociedad”, en la medida en que ello implicaría, de acuerdo con lo anteriormente señalado, beneficiar a todos los sujetos que se relacionan con la sociedad en función del equilibrio contractual alcanzado por la red de contratos que conforman la empresa societaria.

⁵³² Cfr.: ARGANDOÑA RAMÍREZ, A., “The stakeholder theory and the common good”, cit., pp. 1097-1098.

⁵³³ Constituiría una reacción a los abusos que habrían sufrido los accionistas como consecuencia del poder desproporcionado y descontrolado en manos del *management* en dichos mercados. Fenómeno denunciado por la emblemática obra de BERLE, A. y MEANS, G., *The modern corporation and private property...*, cit., y que puso en marcha un esfuerzo por diseñar políticas económicas y normativas dirigidas a solucionarlo.

⁵³⁴ Cfr.: GREENFIELD, K., *The failure of Corporate Law*, cit., p. 46 y ss.: quien categóricamente afirma: “*shareholders are not the only group that provides essential, specialized inputs into public corporations. Bondholders own their bonds, suppliers own their inventory, and workers “own” their labor. Each of these owners contributes property to the corporate enterprise not as charitable act but as an investment from which each expects to make some profitable return*”.

Finalmente, la perspectiva contractual-dinámica, resultaría compatible con la formulación del interés social como cláusula de integración contractual⁵³⁵ en la medida en que se reconozca que la misma no debería referirse solamente al contrato de sociedad sino, más ampliamente, al conjunto de contratos que constituyen la empresa, elemento esencial del concepto de sociedad de capital⁵³⁶. El interés social constituiría una cláusula de integración contractual, del contrato original de sociedad, así como de los sucesivos contratos entre los diversos *stakeholders* que eventualmente pudieran llegar a tener incidencia en el objeto y fin de la sociedad, según el poder de negociación y demás criterios de transacción que cada uno de ellos posea al momento de contratar. Es decir, vendría a señalar a los administradores y, en su caso, a los accionistas, lo que hubieran resuelto de común acuerdo los socios y los demás *stakeholders* –con capacidad de negociación suficiente para ello- al momento de contratar, si hubieran previsto en los respectivos contratos la cuestión sujeta a decisión (“contratación hipotética”).

En definitiva, nos inclinamos, por una formulación *contractual-dinámica* de la cláusula de interés social. Esta interpretación reconocería la objetividad del concepto de interés social derivada de la integración de la red de contratos constituida en torno al original contrato de sociedad, libremente negociada por las partes intervinientes, en particular en lo referido a las cláusulas estatutarias de fin y objeto social, por su especial carácter orientador de la actuación de los administradores sociales. En este sentido, el interés social constituiría una cláusula de integración de la red de contratos que conforman la empresa societaria. Dicha integración, sin

⁵³⁵ Véase: ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Interés social...” cit., pp. 22 y ss.

⁵³⁶ Cfr.: MACEY, J., “An economic analysis of the rationales for making shareholders the exclusive beneficiaries...”, cit., p. 25, quien, al respecto, se pregunta: si el *gap filling* constituye un instrumento útil desde la “perspectiva *shareholders*” ¿por qué no lo sería también desde la “perspectiva *stakeholders*”? De hecho, advierte, los tribunales adoptarían reiteradamente dicho criterio (integración contractual) en muchos otros contratos, como el de los empleados y el de los obligacionistas.

En el mismo sentido sentido, HART., O., “An economist’s view of fiduciary duty”, cit., p. 306, explica que si bien es cierto que los deberes fiduciarios gozan de importancia en la medida en que vivimos en un mundo en el que los contratos completos son imposibles, el mecanismo del *implicit contracting* resulta aplicable a varios contratos de la *corporation*, no solo a aquel que vincula a los accionistas de la misma.

embargo, no necesariamente conduciría al criterio de creación de valor para el accionista sino, ante todo, al respeto de la libertad empresarial de los socios (relaciones *ad intra*) y de los demás *stakeholders* en sus relaciones contractuales en la sociedad, quienes según la capacidad de negociación de cada uno y los criterios no meramente económicos (en especial también éticos), lograrán que sus intereses se vean más o menos contemplados en la adopción de las decisiones societarias.

iv) *La buena fe contractual y la dimensión ética del concepto de interés social*

Sin perjuicio de que, como hemos afirmado, los intereses de todos los grupos presentes en la empresa deberían considerarse integrantes del interés social en cuanto formarían parte del entramado contractual que constituye la empresa societaria, el principio de buena fe contractual y las normas éticas de él derivadas, recurrentemente aludidas por los diversos documentos de Gobierno Corporativo anteriormente señalados, vienen a erigirse en límite⁵³⁷ y en criterio orientador de la labor de integración contractual, en manos de los administradores, dirigida al logro del equilibrio contractual de intereses en la sociedad de capital. En definitiva, el principio de buena fe vendría a recordar que, en el desarrollo del proyecto empresarial, los *decisionmakers* deberían respetar los principios generales del derecho civil tradicionalmente reconocidos⁵³⁸: (i) «*honeste vivere*» (vivir honestamente); (ii) «*neminem laedere*» (no hacer mal a otro)⁵³⁹; (iii) «*suum cuique tribuere*» (dar a cada uno lo suyo)⁵⁴⁰. Estos principios guardarían especial trascendencia, no

⁵³⁷ Sobre el principio de buena fe como límite véase: Díez-PICAZO, L., Prólogo a la edición española del libro de WIEACKER, F., *El principio general de la buena fe*, Civitas, Madrid, 1986; PAZ-ARES, C., *Curso...*, cit., pp. 512 y ss.; EISENBERG, M., “The duty of good faith in corporate Law”, en *Delaware J. of Corporate Law*, vol. 31, 2006, pp. 31 y ss.

⁵³⁸ Esta clase de normas se habrían desarrollado paulatina y consuetudinariamente. Su legitimidad e imperatividad no derivaría de la imposición de autoridad estatal alguna sino del desarrollo de la sociedad humana. Surgirían, afirmaría HAYEK, F., *The fatal conceit...*, cit., p. 11 y ss., de un espacio entre el “instinto y la razón”. Al respecto, véase la explicación de BENSON, B., “The spontaneous evolution of Commercial Law”, cit.

⁵³⁹ Considerada por DE ÁNGEL YÁGÜEZ, R., *La responsabilidad civil*, Universidad de Deusto, Bilbao 1989, pp. 319 y ss., la regla más importante de la convivencia humana.

⁵⁴⁰ Sostiene LARENZ, K., *Metodología de la ciencia del Derecho*, cit., pp. 410 y ss., que el desarrollo del Derecho no debe limitarse a la *ratio legis*, sino a una idea jurídica que la

solamente al momento de contratar, sino también al momento de integrar discrecionalmente el contenido de los contratos que constituyen la empresa societaria (buena fe subjetiva⁵⁴¹).

Ciertamente, los administradores de sociedades no estarían menos obligados que los demás ciudadanos a actuar teniendo en cuenta las “razones éticas de su actuación”⁵⁴². Sin perjuicio de ello, en la medida en

trasciende y que debe estar en consonancia “con los principios generales del orden jurídico y con el «orden de valores» constitucionales”. Se trataría, agrega el autor, “de un desarrollo del Derecho ciertamente «*extra legem*», al margen de la regulación legal, pero “*intra iuris*», dentro del marco jurídico total y de los principios jurídicos que le sirven de base”. El desarrollo del Derecho ante lagunas jurídicas -como las que presenta la cláusula de interés social-, puede realizarse, según LARENZ, atendiendo a las “necesidades del tráfico jurídico”, a la “naturaleza de la cosa” y a los “principios ético-jurídicos”, entendidos como “pautas orientadoras de normación jurídica que, en virtud de su propia fuerza de convicción, pueden “justificar” decisiones jurídicas”. En cuanto, “criterios teleológico-objetivos”, concluye el autor, co-determinarían la interpretación y la integración de las lagunas jurídicas y contractuales.

⁵⁴¹ Sobre la buena fe puede sostenerse una concepción meramente psicológica (subjetiva) o, más exigente, ética. Desde la concepción psicológica, apunta DÍEZ-PICAZO, L., Prólogo..., cit., pp. 14-15, la buena fe sería siempre una “creencia o una ignorancia”, mientras que para la concepción ética, quien actúa con error o ignorancia no se encontraría protegido por la norma de la buena fe, si su actuación no es considerada aceptable desde la diligencia socialmente exigida. Agrega el autor que esta idea se encuentra indiscutiblemente vinculada a la ética y que la sitúan en “los confines del derecho y la moral”.

Al respecto, véase también: WIEACKER, F., *El principio general de la buena fe*, cit., pp. 49 y ss., donde se explica la triple función que puede adjudicarse a la buena fe: (i) complemento e integración de la ley, creación del derecho *secundum legem*, (ii) límite de derechos subjetivos (*preater legem*) y (iii) corrector del Derecho que posibilita formulaciones judiciales de nuevas normas; MÍQUEL GONZÁLEZ, J.M., *Comentario al Código Civil*, tomo I, Ministerio de Justicia, Madrid, 1993, pp. 37 y ss., quien concibe a la buena fe como herramienta a disposición de los jueces para “acomodar las leyes a la realidad social” y para “colmar las lagunas que el ordenamiento establece”.

⁵⁴² Cfr.: AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance...*, cit., p. 63, donde se afirma que la “realidad práctica del mercado” sugeriría que en muchos casos las consideraciones éticas serían seguidas por los administradores aún en casos en que las mismas no promovieran el beneficio de la empresa, siempre que resulten razonablemente apropiadas a lo que los *Principles* denominan “*responsible conduct of business*”. Tales consideraciones, se advierte, implicarían responsabilidad ética debida a *stakeholders*, más allá de los accionistas con quienes la sociedad guarda relación, como los trabajadores, clientes, proveedores y miembros de la comunidad en la que la sociedad opera.

que las normas éticas se traducirían jurídicamente en los principios generales del Derecho anteriormente mencionados y, en particular, en el principio de buena fe –concepto jurídico indeterminado pero, al mismo tiempo, fuente normativa esencial de obligaciones jurídicas⁵⁴³–, constituirían un elemento esencial del deber de los administradores de actuar en interés de la sociedad⁵⁴⁴. Es decir, el deber jurídico general de actuar de buena fe contractual *co-determinaría* el contenido material del deber de actuar en interés de la sociedad⁵⁴⁵.

Por un lado, la buena fe, instituiría un límite o contenido mínimo a la actuación de los administradores en cuanto les impondría un conjunto de

En el mismo sentido: EISENBERG, M., “The Structure of Corporation Law”, cit., p. 1525, sostiene que ni el mercado, ni la ley, ni la moral son capaces de evitar los conflictos de interés por separado; solo aplicando conjuntamente los tres medios podría lograrse dicho objetivo; VEASEY, N., “The defining tension in corporate governance in America”, en *The business Lawyer*, vol. 52, 1997, p. 406, concluye que, al final, la clave es la integridad; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á., “Escándalos económicos...”, cit., afirma que sin ética siempre habrá escándalos y que para combatir la falta de ética no puede recurrirse exclusivamente a mecanismos jurídicos.

En el mismo sentido, véase también: Informe ALDAMA, Ap. III.3; Informe CADBURY, Ap. 7.2.

⁵⁴³ Cfr.: Díez-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil patrimonial*, vol. 1, Civitas, Madrid, 1996, p. 49, quien explica que el principio de buena fe posee una eficacia amplia y establece “un modelo de comportamiento, no formulado legalmente y de imposible formulación legal, que vive en las creencias y en la conciencia social y al que deben ajustarse los comportamientos individuales”. La buena fe sería, advierte el autor, “el ambiente dentro del cual las relaciones jurídicas, y en particular las relaciones patrimoniales, deben desenvolverse”.

Señala en otro trabajo Díez-PICAZO, L., Prólogo..., cit., p. 12, que la buena fe no sería solamente un elemento de un supuesto de hecho normativo, sino que en sí misma engendraría una norma jurídica completa que, por lo demás, se elevaría al rango de principio general de Derecho.

⁵⁴⁴ Véase: ALCALÁ DÍAZ, M. A., “El conflicto de interés socio-sociedad...”, cit., pp. 92 y ss.

⁵⁴⁵ Cfr.: LARENZ, K., *Metodología de la ciencia del derecho*, cit., p. 418; Díez-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho civil patrimonial...*, cit., pp. 418 y ss.; PAZ-ARES, C., “El gobierno de las sociedades...”, cit., p. 1809; RIBAS FERRER, V., *Aproximación al estudio del deber de lealtad...*, cit., p. 87; LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit., p. 42, quien afirma que el fundamento jurídico de la obligación de perseguir el interés social residiría en el principio general de buena fe establecido en el art. 7.1 CC.

reglas objetivas⁵⁴⁶. Por otro, comportaría una “obligación de medio” sobre los administradores en la medida en que los comprometería a poner todos los medios a su alcance, según la discrecionalidad que se les atribuye, para lograr los objetivos propios del cargo⁵⁴⁷. Desde esta perspectiva, podría inferirse que la teoría contractualista que concibe al interés social como una cláusula de integración contractual no debería basarse, como se explicará en el apartado siguiente, exclusivamente en el criterio de eficiencia económica sino, antes que nada, contemplar el elemento buena fe contractual, así como su derivación ética⁵⁴⁸. En efecto, si bien el criterio de eficiencia llevaría, en general, a soluciones justas, la justicia no se reduciría solamente a la eficiencia⁵⁴⁹.

Sin embargo, las implicaciones éticas del principio de buena fe contractual, más allá de su aplicación al momento de la adopción de decisiones a través de la integración de la red contractual que conforma la empresa societaria, deberían gozar de especial relevancia al momento de la suscripción de cada uno de los contratos que conforman la empresa⁵⁵⁰. En

⁵⁴⁶ Cfr.: GALGANO, F., *Il negozio giuridico*, Giuffrè, Milano, 1988, pp. 450 y ss.

⁵⁴⁷ Sobre esta cuestión, véase GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades*, cit., pp. 295 y ss., quien sostiene que la buena fe “obliga a la colaboración y a la contemplación del fin común”.

⁵⁴⁸ LARENZ, K., *Derecho justo, fundamentos de ética jurídica*, traducción de Díez-PICAZO, L., Civitas, Madrid, 1995, pp. 21 y ss., señala que la justicia es un problema de ética, “de reflexión filosófica de la praxis vital”; FONT GALÁN, J.I., “El deber de diligente administración...”, cit., p. 91, quien apunta que el deber de fidelidad al interés social impregna de eticidad los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad.

Por lo demás, como han sostenido, FREEMAN, R., y EVAN, W., “A stakeholder theory of modern corporation...”, cit., pp. 101 y ss. y, en el ámbito español, RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, J.M., *El gobierno de la empresa...*, cit., pp. 83-84., cada uno de los *stakeholders* merece ser tratado como fin en sí mismo, no como medio para alcanzar otro fin. Al respecto, véase también: SERNA, P., “La dignidad de la persona como principio de Derecho Público”, cit., pp. 287 y ss.; GONZÁLEZ PÉREZ, J., *La dignidad de la persona*, cit., pp. 87 y ss.; PÉREZ LÓPEZ, J.A., *Fundamentos de la Dirección de Empresas*, cit., pp. 28 y ss..

⁵⁴⁹ Cfr.: GONDRA ROMERO, J.M., “¿Tiene sentido impartir justicia con criterios de economía?...”, cit., pp. 1591 y ss.

⁵⁵⁰ Ello porque, como advierte DE LA CUESTA RUTE, J.M., “Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación”, cit., pp. 91 y ss., si bien resulta innegable el valor de la ética en la acción económica, “la norma del obrar ético no puede nadie imponerla coactivamente para que se cumpla”.

efecto, las diferentes propuestas del movimiento de responsabilidad social corporativa que subrayan la importancia de tratar a cada una de las personas como fines en sí mismos⁵⁵¹ y de establecer criterios de justicia en la distribución de la riqueza generada por la sociedad⁵⁵², no pueden imponerse sino a través de cláusulas contractuales que así lo dispongan.

Para ello, resultaría esencial la difusión de información acerca de las diferentes ventajas o bondades de la actuación considerada ética. En esta línea, en los últimos años, economistas de la talla de Michael JENSEN (destacado por sus aportaciones en torno a las implicaciones de los costes de agencia en la empresa), han procurado analizar el impacto de la conducta “íntegra” de los empresarios en el desempeño de sus negocios, llegando a la conclusión de que la integridad –entendida como el mantenimiento de la palabra dada, el cumplimiento de lo pactado o la advertencia tempestiva de la incapacidad para cumplir- constituiría un elemento determinante para el buen desarrollo -eficiente- de los proyectos empresariales⁵⁵³.

Sin perjuicio de lo dicho, como se ha señalado, aun no siendo las buenas prácticas éticas de gobierno corporativo impuestas por ley o adoptadas por la normativa interna de las sociedades (de naturaleza privada o contractual), por su cumplimiento habitual y generalizado, fruto de sus comprobadas ventajas, podrían llegar a adquirir rango de uso o costumbre mercantil, lo que implicaría que su incumplimiento sin causa justificada comporte negligencia⁵⁵⁴. Solución que, en otros términos, implicaría el cumplimiento del principio “cumplir o explicar” y que, desde nuestra

⁵⁵¹ Cfr.: FREEMAN, R., y EVAN, W., “A stakeholder theory of modern corporation...”, cit., pp. 101 y ss.

⁵⁵² Cfr.: RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, J.M., *El gobierno de la empresa*, cit., pp. 83-84, quien considera que la contemplación de los intereses de los *stakeholders* podría fundamentarse en la noción de justicia distributiva; Informe ALDAMA, que aconseja separar la cuestión de la generación de riqueza de la de distribución de la riqueza generada.

⁵⁵³ Véase: ERHARD, W., JENSEN, M., y ZAFFRON, S., “Integrity: A positive model that incorporates the normative phenomena of morality, ethics and legality”, en <http://ssrn.com/abstract=920625>, 2009.

⁵⁵⁴ Cfr.: PÉREZ CARRILLO, E., “El deber de diligencia de los administradores de sociedades”, en *RdS*, nº 14, 2000, p. 295; QUIJANO GONZÁLEZ, J. “Responsabilidad de los consejeros”, en (Coord.) ESTEBAN VELASCO, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, Marcial Pons, 1999, pp. 555-556.

perspectiva, resultaría más adecuada a la función del Derecho en el ámbito del gobierno corporativo.

3.1.2. *Reduccionismo economicista y corporativista de ambos planteamientos*

Los dos paradigmas descritos (institucional y contractual – fundamentalmente, la teoría contractualista más reciente, vinculada a la idea de “creación de valor para el accionista”-) sufrirían, además, de un importante reduccionismo ideológico de corte economicista, cuyo contenido se reflejaría en la cláusula legal de interés social y, a través de ella, en toda la regulación societaria⁵⁵⁵. Así, mientras los institucionalistas insistirían en establecer normas que protejan el interés social autónomo y superior de la institución societaria según los parámetros que subjetivamente se consideran más “justos”⁵⁵⁶; los contractualistas, ciertamente de modo más solapado – según advierte José María GONDRA ROMERO⁵⁵⁷-, propugnarían que el contenido de las normas y, en particular, del interés social, debe responder al interés exclusivo de los socios capitalistas, el que, por presunción absoluta, se vincularía al valor esencial de maximización del valor (eficiencia económica)⁵⁵⁸, criterio al que deberían subordinarse los demás valores protegibles por el Derecho.

⁵⁵⁵ Con relación a la influencia de las diferentes ideología políticas sobre el diseño de las prácticas de buen gobierno corporativo, véase, en España, ALONSO LEDESMA, C., “El Buen Gobierno de las sociedades en Europa”, cit., p. 152; y en el ámbito anglosajón: ROE, M., *Political Determinants of Corporate Governance...*, cit.; BARKER, R., *Corporate governance, competition and political parties. Explaining corporate governance change in Europe*, Oxford University Press, New York, 2010; HENDERSON, T., “Two visions of corporate Law”, cit., p. 722, quien advierte que el Derecho de sociedades sería concebido enteramente diferente por los promotores de dos visiones o perspectivas del mundo que si no se reconcilian permanecerán en debate en todas las cuestiones societarias. Agrega el autor que se trataría de un debate de “*experts versus markets*”.

⁵⁵⁶ Respondería al modelo que CLARK, R., “Contracts, elites, and Traditions in the Making of Corporate Law”, cit., p. 1723, denomina de “élites redistributivas” por el que se pretende transferir el beneficio económico de un grupo a otro.

⁵⁵⁷ Véase: GONDRA ROMERO, J.M., “La teoría contractual de la sociedad anónima...”, cit., pp. 1209 y ss.

⁵⁵⁸ A los que CLARK, R., “Contracts, elites, and Traditions in the Making of Corporate Law”, cit., p. 1723, califica de “élites paternalistas”.

Ambos, en efecto, terminarían concibiendo al Derecho como un mero instrumento dirigido a establecer las soluciones ideológicas (“justicia social” o “eficiencia económica”) allí donde, en el primer caso, el criterio de justicia del legislador sea necesario para aplacar los “abusos del mercado” o, en el segundo, los costes de transacción hagan prohibitiva la negociación explícita y/o reduzcan significativamente la eficiencia. En definitiva, ambos, de un modo u otro, terminarían negando la libertad de empresa reconocida en el art. 38 CE, incurriendo, en lo que PAZ-ARES, denominaba prejuicios tecnocrático, político y paternalista⁵⁵⁹ al que podría agregarse el corporativista. Seguidamente se hace referencia a la manifestación del mencionado reduccionismo en cada uno de los paradigmas en pugna.

i) Carácter constructivista y planificador de las formulaciones institucionalistas de interés social

Como se advirtió anteriormente, el análisis institucionalista de la cuestión del interés social partiría de la premisa fundamental de que la sociedad de capital sería una entidad independiente, cuyo interés primaría sobre el interés particular de cada uno de los socios que la componen y que, a su vez, estaría subordinado al interés de la comunidad social en el que la sociedad opera. La sociedad sería, entonces, una suerte de entidad de interés público, al servicio del bien común⁵⁶⁰, que el Derecho admitiría por el beneficio que presta a la comunidad en que desarrolla su actividad⁵⁶¹. A partir de dicho principio general se habrían desarrollado las diversas formulaciones institucionalistas del interés social: la de la “empresa en sí”, la de equilibrio de todos los intereses presentes en la empresa, la de la conservación de la empresa a largo plazo, así como, la más reciente, ofrecida por el movimiento de “responsabilidad social corporativa”, que promueve la participación activa de los *stakeholders* internos en la adopción de las decisiones societarias.

⁵⁵⁹ Cfr.: PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit. pp. 165 y ss.

⁵⁶⁰ Véase el reciente comentario crítico a esta teoría de SÁEZ LACAVE, I., “Los pactos parasociales en el Derecho español...”, cit., p. 10.

⁵⁶¹ Cfr.: DOOD, M., “For whom are corporate managers trustees?”, cit., pp. 1147 y ss.

Pues bien, el reduccionismo ideológico de la perspectiva institucionalista puede encontrarse en dicha presunción dogmática inicial de que la sociedad sería una entidad autónoma al servicio de la comunidad a ser regulada imperativamente por el Derecho según criterios de justicia ordenados a un supuesto bien común. Ciertamente, esta teoría negaría una realidad tan evidente como que la sociedad de capital no existiría sin la aportación voluntaria de los miembros que la componen y sin la libre creatividad empresarial de los sujetos que descubren oportunidades de negocio en el mercado y se organizan corporativamente para desarrollarlas. Parecería que, desde esta perspectiva, las personas están al servicio de la sociedad y no al revés. Si las personas se vinculan o crean una sociedad de capital es porque, de algún modo, pretenden obtener de dicha participación una utilidad, un beneficio personal –no necesariamente económico-, no social. Probablemente pocos sujetos se verían naturalmente inclinados a arriesgar su patrimonio personal (tiempo y dinero) en beneficio del colectivo social.

Cabe preguntarse, por otro lado, ¿quién mejor que los propios *stakeholders* -que conocen perfectamente sus fines subjetivos-, podrá negociar y concretar las características y condiciones de la sociedad o de su vinculación con ella?, ¿en qué sentido o con qué fundamentos podría atribuirse al legislador la facultad de decidir los fines y características, en general, de todas las sociedades de capital? Además ¿podría afirmarse seriamente que la Ley es capaz de hacerlo –como afirmaba recientemente Kent GREENFIELD⁵⁶²-? ¿O ello, además de acabar en resultados injustos e ineficientes, atentaría contra la legítima libertad empresarial de las personas, elemento esencial y radical de su dignidad?

La cuestión clave sería determinar, así lo reconocía DODD en 1932 y, más recientemente GREENFIELD en 2008, si estamos ante una cuestión de Derecho privado o de Derecho público. Parece actualmente irrefutable, sin

⁵⁶² Cfr.: GREENFIELD, K, “Reclaiming Corporate Law in a New Gilded Age”, cit., pp. 21 y ss.

perjuicio de los argumentos esgrimidos por estos autores⁵⁶³, que nos encontramos ante una cuestión de Derecho privado⁵⁶⁴. Se trata de establecer –o, más bien, descubrir– las normas que regulan la actividad privada libre entre los diversos agentes económicos, las que, para gozar realmente de eficacia, deberían tener su origen en el ordenamiento generado por el propio mercado⁵⁶⁵, en las costumbres mercantiles que, por su constatada eficacia y justicia, son recogidas repetidamente por los agentes del mercado, adquiriendo, algunas de ellas, la calidad de principios configuradores de los tipos societarios⁵⁶⁶. Calidad que les otorgaría mayor legitimidad en su aplicación, no gracias a la imperatividad que otorga la legislación positiva sino como elemento necesario en la definición de los acuerdos contractuales⁵⁶⁷.

⁵⁶³ DODD, M., “For whom are corporate managers...”, cit., pp. 1146 y ss., considera que la evolución de la opinión pública así lo habría determinado; GREENFIELD, K., “Reclaiming Corporate Law in a New Gilded Age”, cit., 6 y ss.

⁵⁶⁴ Cfr.: BUTLER, H. y RIBSTEIN, L., “Opting out of fiduciary duties...”, cit., p. 18, quienes advierten que no habría razón para sujetar el Gobierno Corporativo a más normas que las que regulan otros contratos.

⁵⁶⁵ Cfr.: DE LA CUESTA RUTE, J.M., “Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación”, cit. 96 y ss., quien afirma que el mercado sería la “institución reguladora por excelencia del comportamiento del empresario en todos los aspectos de su actividad empresarial”. Sin embargo, explica que reconocer tal realidad no implicaría descartar toda regulación heterónoma, lo que induciría a negar que el empresario se somete a una regulación que no controla, como sería precisamente la que impondría el mercado. Agrega: “someterse al mercado es someterse a una regulación no controlada por uno mismo y por consiguiente no autónoma en sentido estricto. Las leyes que emanan del mercado son heterónomas aunque se originen por las múltiples acciones impersonales de los agentes que actúen en el o se disponen a hacerlo”. Es decir, las normas jurídicas empresariales, deberían ser el resultado del “orden espontáneo” generado por el mercado. No dependerían de la voluntad de ninguno de los sujetos del mercado (autorregulación), sino que serían el resultado de un sinnúmero de actuaciones libres. Serían fruto, según la clásica escuela escocesa de economía, del actuar libre humano pero no del designio humano.

⁵⁶⁶ Sobre el concepto de “principios configuradores” del tipo societario, véase, por todos, la primera parte del trabajo de ESPINA, D., *La autonomía privada en las sociedades de capital: principios configuradores y teoría general*, Marcial Pons, Madrid, 2003, pp. 19 y ss.

⁵⁶⁷ Es decir, no podría llamarse sociedad anónima a una sociedad que no tiene su capital dividido en acciones, no porque lo diga la ley positiva, sino porque formaría parte del concepto de sociedad anónima. Podrán organizarse sociedades cuyo capital no se divida en acciones pero no serán sociedades anónimas ya que en el mercado, como consecuencia de

Descontando las buenas intenciones y objetivos que seguramente inspiran a la teoría institucionalista (justicia, equilibrio de intereses, responsabilidad social, bien común), que evidentemente no pueden cuestionarse, resultan ciertamente criticables los medios a través de los cuales se propone lograr tales objetivos. El paradigma institucional, ciertamente, supondría que el legislador es capaz de confeccionar un modelo ideal de sociedad de capital –gracias a las pretendidas garantías que brinda el régimen democrático⁵⁶⁸–, capaz de establecer un orden “justo” y “equilibrado” de las relaciones que forman parte de ella, y que, como tal, debería ser impuesto a los agentes económicos⁵⁶⁹. Dicha presunción, claramente equivocada, resultaría especialmente constatable en el ámbito del Derecho societario muy vinculado a la actividad empresarial, sometida a constantes cambios y, en consecuencia de imposible o, al menos, contraproducente regulación apriorística⁵⁷⁰. En su lugar, la libertad empresarial –por su capacidad de adaptación a la dinámica del mercado– respondería mejor que las normas legales imperativas a los problemas de agencia y a las diversas circunstancias que surgen en la empresa-societaria⁵⁷¹. Por lo demás, como señalaría HAZLITT, en muchos casos, las “consecuencias no intentadas” de la regulación imperativa terminarían

la evolución de las normas generadas por el libre mercado, se entiende que el concepto de sociedad anónima implica capital dividido en acciones.

⁵⁶⁸ Al respecto, véase: RECALDE CASTELLS, A. “Los administradores de las sociedades anónimas en un entorno de «buen gobierno»”, en *RVEH*, 7 I/2003, pp. 66 y ss.

⁵⁶⁹ Cfr.: PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., pp. 164 y ss. Señala el autor que el modelo de “imperatividad de fondo” inspirado por el paradigma institucional se habría formado una imagen de sociedad, no en términos de relaciones, sino de “estructuras metálicas”. La sociedad sería imaginada como una perfecta máquina jurídica, “primorosamente diseñada y equilibrada por el legislador”, de tal grado de complejidad que resultaría restringida, salvo algún detalle menor, la participación de los agentes económicos -presumidos inexpertos- en la organización jurídica de la misma.

⁵⁷⁰ Cfr.: DE LA CUESTA RUTE, J.M., “Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación”, cit., p. 92-94, quien afirma que el desprestigio en el que habría caído el Derecho sería consecuencia de la concepción de la norma jurídica como norma técnica al servicio de la ingeniería social, pretendidamente transformadora de la sociedad y del hombre.

⁵⁷¹ Cfr.: BUTLER, H. y RIBSTEIN, L., “Opting out of fiduciary duties...”, cit., p. 23.

perjudicando incluso a aquellos que se pretendía proteger⁵⁷², en cuanto, ocasionarían reacciones y repercusiones imprevisibles en los diferentes agentes económicos⁵⁷³.

En el mejor de los casos, la legislación positiva podrá recoger el estado de evolución y las mejores prácticas desarrolladas hasta el momento de su promulgación, pero, en todo caso, le resultará imposible prever la dirección de la evolución de las mismas, en la medida en que el mercado – en constante cambio- incide decididamente en la mejor organización de las sociedades. La perspectiva necesariamente estática de la legislación, en principio útil como modelo pedagógico al servicio de los agentes económicos para la organización y gobierno corporativo de sus empresas, podría transformarse en un obstáculo en la medida en que se establezca imperativamente y se pretenda coartar la adecuación de la organización funcional y estructural de la empresa a las necesidades subjetivas de las mismas y de los individuos que de ella formen parte⁵⁷⁴.

En definitiva, desde nuestra perspectiva, resultaría tan inútil –y perjudicial- la norma legal que imperativamente instituya el contenido material del interés social primando el interés de los accionistas como aquella que, como propone la teoría institucionalista, en sentido contrario, pretenda imponer la primacía o participación activa de otros *stakeholders*.

⁵⁷² Cfr.: HAZLITT, H., *Economics in one Lesson*, cit., pp. 15 y ss.

⁵⁷³ En su libro, HAZLITT expone un gran número de ejemplos para explicar su “lección”. Entre ellos destaca el de la fijación imperativa de precios por parte de la entidad estatal (HAZLITT, H., *Economics in one Lesson*, cit., pp. 105 y ss.). El establecimiento de precios máximos, en lugar de favorecer a los consumidores –objetivo de la norma- los termina perjudicando porque desincentiva la oferta –la producción del bien o servicio de que se trate- e induce la escasez del mismo.

⁵⁷⁴ En mejores condiciones que la Ley, explica PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., p. 176, estaría el notario, en la medida en que sumaría toda la experiencia y estado de avance de las cuestiones a regular contractualmente y, al mismo tiempo, conocería las circunstancias e intereses particulares de la transacción en que interviene.

La “arrogancia”⁵⁷⁵ con la que se juzga que el legislador (*a priori*, sin experiencia empresarial y como fruto de transacciones parlamentarias basadas en las más diversas cuestiones) es capaz de establecer una organización “justa” de la sociedad de capital, terminaría en un juego de fuerzas corporativistas permeable a la influencia de los *lobbies* de los diferentes grupos de poder con intereses en las sociedades de capital que, salvo excepciones, no responderá al interés real -concreto- de cada sociedad, sino al interés económico-corporativista de aquellos que gozan de mayor poder político en un momento determinado. Poder que, como se apreció al analizar la evolución normativa del concepto de interés social en el Derecho comparado, va cambiando de tono con el tiempo y los vaivenes políticos, reflejándose en la legislación y provocando la consiguiente inseguridad jurídica con las consecuencias que ello tiene sobre el desarrollo exitoso de las empresas.

En cierto modo, la posición institucionalista de interés social prescindiría de la voluntad de los sujetos que participan en la sociedad (capitalistas, administradores, trabajadores, etc.) pretendiendo que la sociedad funcione como una “equilibrada maquinaria jurídica”. En efecto, los mencionados “prejuicios” que destaca PAZ-ARES al analizar las estructuras de pensamiento que inspiran el paradigma institucionalista, que llevarían a la progresiva imperativización del Derecho de sociedades⁵⁷⁶, resultarían enteramente aplicables a la formulación institucionalista de interés social.

a) El prejuicio “tecnocrático”

En primer lugar PAZ-ARES hace referencia al “prejuicio tecnocrático” del paradigma institucionalista que le conduciría a partir de la premisa de que el legislador está en mejores condiciones que el empresario para establecer las reglas más justas y eficientes para regir sus relaciones

⁵⁷⁵ Término al que recurría HAYEK, F., *The fatal conceit...*, cit., para calificar este tipo de actitud ante la realidad económica y jurídica.

⁵⁷⁶ PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., pp. 173 y ss.

societarias-empresariales⁵⁷⁷. Tal prejuicio llevaría a fundamentar la imperatividad del ordenamiento societario positivo en la necesidad de evitar las disfuncionalidades -desequilibrios- que provocaría en la figura la “excesiva” libertad en la disposición de las normas. Llevaría a presumir además que, dado que los operadores económicos serían inexpertos para la regulación eficiente de sus negocios, en la medida en que dicha regulación se sofisticara, se haría necesaria una mayor imperatividad⁵⁷⁸.

El error institucionalista, en efecto, podría constatarse fácilmente considerando la evolución histórica de las normas. La legislación societaria imperativa, en general, ha tendido a obstaculizar el desarrollo y la productividad de las sociedades hasta que, por imperiosa necesidad, se resuelve introducir una reforma legislativa que adopte los “avances” en la materia. Más eficiente y justo sería admitir que las sociedades se organicen libremente o, mejor, según las reglas dinámicas del mercado, separándose, en su caso, del ordenamiento positivo previsto, siempre que se explique - como se advirtió en el primer capítulo del presente trabajo- las razones de dicha separación.

⁵⁷⁷ La reciente Ley n° 25/2011, de 1 de agosto de 2011 de reforma parcial de la LSC, constituye un claro ejemplo de este prejuicio, en la medida en que se limita a “pulir” diferentes aspectos de la legislación, manteniendo su imperatividad. Así, por ejemplo, modifica el límite para la inscripción de adquisiciones onerosas (72.1 LSC) y cambia de uno a dos meses el plazo para la convocatoria de la junta por solicitud de la minoría de socios (art. 168 LSC). En el mismo sentido, el prejuicio tecnocrático con el que se interpreta la legislación societaria sería de tal magnitud que para que las sociedades puedan evitar la obligación de publicar la convocatoria de la junta en “uno de los diarios de mayor circulación” (art. 173.1 LSC) hizo falta que dicha ley establezca expresamente la posibilidad de que los estatutos regulen la cuestión de uno u otro modo. Lo mismo ocurre con los requisitos para la denegatoria de solicitud de información (art. 197.4 LSC) y para la convocatoria del consejo de administración (art. 246.2 LSC).

Por lo demás, resulta altamente discutible que las modificaciones introducidas por el legislador sean “técnicamente mejores” -como ocurre con el nuevo art. 348 bis LSC que atribuye derecho de separación al socio en caso de falta de distribución de dividendos-. En efecto, normas como esta presentan una gran cantidad de problemas jurídicos que habría que analizar detenidamente. Su imperatividad resultaría, en todo caso, perjudicial.

⁵⁷⁸ PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., p. 173.

Por otro lado debe señalarse que la imperatividad de las normas retrasaría el desarrollo de las sociedades, de sus empresas y, en consecuencia, de la economía en su conjunto ya que desestimularía la creatividad empresarial en la búsqueda de más adecuadas estructuras de organización y distribución de poder en las sociedades. Finalmente, el carácter pedagógico que se atribuye a la legislación positiva, ciertamente se obtendría sin necesidad de establecer normas imperativas. La norma dispositiva, en efecto, sería capaz de cumplir adecuadamente con el objetivo de informar acerca de los modos que se consideran más adecuados para organizar la actividad societaria.

b) El prejuicio “paternalista”

En segundo lugar, la perspectiva institucionalista se caracterizaría por sufrir el “prejuicio paternalista”, por el que presumiría que la libre contratación no garantizaría el justo equilibrio de las relaciones societarias⁵⁷⁹. Es decir que consideraría que la libertad personal subjetiva no siempre conduciría al “bien personal objetivo” que se identificaría con un supuesto y difuso equilibrio de intereses y soluciones equitativas. Como resultado de ello, se tendería a interpretar las soluciones legales que regulan las relaciones asimétricas (por ej., administrador-sociedad, mayoría-minoría, etc.) en clave imperativa. Respecto a la cuestión específica del interés social, señala PAZ-ARES, que como consecuencia del prejuicio paternalista se tiende a proscribir cualquier tipo de pacto que restrinja los poderes de defensa y control legalmente establecidos⁵⁸⁰.

Los argumentos de tipo dogmático, sin embargo, serían simplemente la excusa para otorgar razonabilidad a decisiones políticas basadas en “intuiciones morales”⁵⁸¹. Además, la preocupación por asegurar un orden “justo” en las relaciones societarias se considera mal orientada en cuanto se

⁵⁷⁹ *Ibíd.*, pp. 180 y ss.

⁵⁸⁰ *Ibíd.*, pp. 182. Señala el autor que, sin perjuicio de que la cláusula de interés social es inderogable, por ser su función procedimental -no material- (cláusula de integración del contrato de sociedad), nada impediría que las partes establezcan de antemano las reglas específicas bajo las cuales se integrará el contrato, las que podrían ser distintas a las establecidas en la ley.

⁵⁸¹ *Ibíd.*, p. 184.

sustenta en un criterio de justicia basado en equilibrios supuestamente objetivos, no subjetivos, como debería interpretarse en materia contractual⁵⁸². Además, se fundaría en un criterio retrospectivo, de valoración *ex post*, que tendería a dejar de lado los efectos de las soluciones jurídicas imperativamente establecidas hacia el futuro, no previsibles, lo que generaría múltiples distorsiones y, sin duda, grandes injusticias.

c) El prejuicio “político”

En tercer lugar, la teoría institucionalista de interés social implicaría un “prejuicio político”⁵⁸³ por el cual exageraría la aplicación de la analogía entre “los valores de la polis” y la “vida de los negocios”⁵⁸⁴, llevando a identificar el estatuto de quienes participan en la sociedad con el estatuto del ciudadano en una sociedad democrática, normas que no se discutirían en el ámbito político-público (participación efectiva en las decisiones, igualdad de trato, etc.) pero que, en realidad, no resultarían necesariamente aplicables en el ámbito jurídico privado, donde los fundamentos jurídicos últimos de la regulación serían esencialmente distintos⁵⁸⁵.

La sociedad de capital no sería el resultado, como propone la doctrina institucionalista, de una suerte de “concesión graciosa” por parte de la autoridad estatal a las personas particulares (personalidad jurídica, responsabilidad limitada, etc.) para que desarrollen una actividad, no solamente en beneficio propio, sino como contrapartida a la gracia recibida, en servicio de la comunidad⁵⁸⁶. No habría, en realidad, ninguna concesión o

⁵⁸² Para respaldar esta idea de justicia en sede contractual, PAZ-ARES cita el trabajo de ZÖLLNER, W., “Inhaltsfreiheit bei Gesellschaftsverträgen”, en *Festschrift 100 Jahre GmbH-Gesetz*, Köln, 1992, pp. 85 y ss.

⁵⁸³ Cfr.: PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., pp. 187 y ss.

⁵⁸⁴ Un ejemplo de esta comparación llevada al extremo puede encontrarse en el trabajo de SISON, A., *Corporate Governance and Ethics...*, cit., donde el autor propone asemejar la teoría política aristotélica con el gobierno de las grandes sociedades.

⁵⁸⁵ Al respecto, véase el trabajo de RIBSTEIN, L., “The constitutional conception of the corporation”, en *Supreme Court Economic Review*, vol. 4, 1995, pp. 95 y ss.

⁵⁸⁶ Por todos, véase: DOOD, M., “For whom are corporate managers trustees?”, cit., pp. 1147 y ss.

privilegio otorgado por parte de la autoridad. En efecto, condiciones como la responsabilidad limitada o la personalidad jurídica no serían privilegios sino simplemente formas especiales de contratar⁵⁸⁷.

Ciertamente la formulación de interés social institucionalista, que lo identifica con el equilibrio de intereses presentes en la empresa o con la conservación de la empresa a largo plazo, podrá ser adecuada como instrumento orientador de los administradores de determinadas empresas. Sin embargo, necesariamente no podrá ser adecuada para otras empresas en las que las especiales características y circunstancias obligan a sus administradores a guiarse por otros criterios. Así, puede suceder que a los diferentes *stakeholders* de la empresa no les interese o no sientan capacitados para intervenir en la adopción de las decisiones sociales, o que se trate de un negocio por tiempo determinado en el que el largo plazo resulte absolutamente inadecuado. En definitiva, la imperatividad de la norma, una vez más, aparece claramente ineficiente e inútil.

d) El corporativismo institucionalista

Los prejuicios (tecnocrático, paternalista y político) anteriormente referidos, llevan a la teoría institucionalista a concebir un interés social común a todas las sociedades (*one size fits all*), basado en un supuesto criterio de justicia objetiva, cuya complejidad y equilibrio justificarían la imposición de su contenido material. Dicho concepto de “justicia social” relegaría el carácter eminentemente económico del fenómeno societario⁵⁸⁸ basándose en criterios supuestamente objetivos⁵⁸⁹, lo que, en realidad, no implicaría más que introducirse en un mero juego de fuerzas corporativistas dirigidas a intentar imponer, vía legislación societaria, el interés de unos

⁵⁸⁷ Cfr.: MACEY, J., “Fiduciary duties as residual claim...”, cit., p. 1270; BUTLER, H. y RIBSTEIN, L. “Opting out of fiduciary duties...”, cit., pp. 8 y ss.; PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., pp. 189-190; PAZ-ARES, C., “La infracapitalización de sociedades. Una aproximación contractual”, en *RdS*, n.º extraordinario, 1994, pp. 253 y ss.

⁵⁸⁸ PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., p. 201.

⁵⁸⁹ Esta forma de interpretar el Derecho tendería a considerar abusivo todo pacto contractual que se separe del modelo legal.

grupos en perjuicio del interés de otros⁵⁹⁰, cuyos resultados estarán seguramente lejos del ideal de justicia que inspiraría a la teoría⁵⁹¹.

ii) *Las limitaciones del criterio contractualista de “eficiencia económica”*

La formulación contractualista moderna que identifica al interés social con la creación de valor para el accionista -sin perjuicio de que, en principio, aparentemente reconocería la más amplia libertad contractual-, al presumir que los costes de transacción prohibitivos harían imposible la regulación contractual completa de dicha cláusula y que en todo negocio privado las partes se mueven exclusivamente por el criterio de maximización del beneficio, termina “imponiendo” indirectamente una formulación con una carga valorativa indudable, basada en el criterio de eficiencia económica⁵⁹².

En efecto, la teoría contractualista moderna –como se explicó en el primer capítulo del presente trabajo- llegaría a la conclusión de que la organización societaria que maximiza el valor total (eficiencia según POSNER) sería aquella en la que se atribuye al capital la “titularidad” de la empresa y la legitimidad para adoptar las decisiones empresariales en su propio beneficio (“*creating shareholder value*”), en la medida en que los socios capitalistas gozarían de los incentivos naturales adecuados (fundamentalmente el “*ultimate financial risk*”) para adoptar las decisiones en beneficio de la sociedad, reduciendo sensiblemente los costes de transacción y de agencia necesarios para conseguir dicho objetivo⁵⁹³. Sin

⁵⁹⁰ Un ejemplo de esta perspectiva puede encontrarse en ESTEBAN VELASCO, G., “Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa...”, cit., p. 56, cuando señala que el reto actual sería “articular diversos procedimientos de implicación (en el sentido de voz y, en su caso, de voto) de los diversos grupos de interés”.

⁵⁹¹ No se trataría, como parece sostener RECALDE CASTELLS, A., “Los administradores de las sociedades anónimas...”, cit., p. 57, de un planteamiento ideológico de desconfianza al Derecho, sino de desconfianza en el legislador. Desconfianza fundamentada en su incapacidad real para organizar *a priori* todos y cada uno de los proyectos empresariales.

⁵⁹² Cfr.: GONDRA ROMERO, J.M., “La teoría contractual de la sociedad anónima...”, cit., pp. 1209 y ss.

⁵⁹³ La idea de que los socios, siendo titulares del interés residual, gozarían de los incentivos necesarios para la toma de decisiones adecuadas para la sociedad –protegiendo su interés

embargo, los postulados del principio de eficiencia⁵⁹⁴ no se cumplirían porque, en la realidad práctica, no sería posible establecer, *a priori*, quien

estarían protegiendo, primariamente, el interés de quienes asumen riesgos fijos- es seriamente criticada por GREENFIELD, K., *The failure of corporate Law...*, cit., pp. 56 y ss., cuando recuerda que los trabajadores asumirían más riesgos que los capitalistas, en la medida en que (i) mientras los socios tendrían a su disposición la posibilidad de invertir diversificadamente según la “teoría del portafolio”, los trabajadores asumirían un riesgo concentrado en un solo lugar: su puesto de trabajo y (ii) el mercado de acciones es sensiblemente más líquido (*exit option*) que el mercado laboral, evidentemente rígido. De tales afirmaciones, el autor deduce que el interés de los trabajadores –según el propio criterio economicista propuesto por la teoría contractualista- sería un criterio más adecuado para proteger el interés de la empresa. Por otra parte, como muestra MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “El concepto de interés social...”, cit., describiendo la jurisprudencia de origen anglosajón de la “extensión judicial de los deberes de los administradores a los acreedores”, no siempre serían los socios los titulares del interés residual. En situaciones próximas a la insolvencia, en efecto, el *últimate financial interest* lo tendrían los acreedores. En el mismo sentido, MACEY, J., “Fiduciary duties as residual claims...”, cit., p. 1269; HART, O., “An economist’s view of fiduciary duty”, cit., p. 304; LIN, L., “Shift of fiduciary duty upon corporate insolvency: Proper scope of Director’s duty to creditors”, en *Vanderbilt L. Rew.*, vol. 46, 1983, pp. 1485 y ss.; RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, M., *El gobierno de la empresa...*, cit., pp. 58 y ss.

Por otra parte, el argumento contractualista de que la formulación basada en el criterio de creación de valor termina beneficiando a todos los *stakeholders* resulta criticable en cuanto dicho criterio sería el que en tiempo de crisis económica indica la reducción de puestos de trabajo para que no se perjudique la creación de valor. En el mismo sentido, el Informe ALDAMA, Cap. III, 2.1., apunta que reducir el interés social a la creación de valor, traducido en aumento de la cotización bursátil, resultaría cuestionable por cuanto estimularía la evaluación a corto plazo de la sociedad en perjuicio de perspectivas a mediano y largo plazo, al tiempo que incentivaría prácticas contables separadas de los principios contables que debería cumplir un diligente administrador. Véase, en este sentido: SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa”, cit., pp. 885 y ss.; DE LA CUESTA RUTE, J.M., “Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación”, cit., p. 102; DINE, J, y VILLIERS, C., “La estructura de gobierno de las sociedades cotizadas en el Reino Unido”, cit., p. 172; RECALDE CASTELLS, A., “Los administradores de las sociedades anónimas...”, cit., p. 57.

⁵⁹⁴ Formulados en España, por PAZ-ARES, C., “Principio de eficiencia y Derecho Privado”, cit., pp. 2871 y ss., en los siguientes términos: a) Si los costes de atribución de los derechos son elevados, no se deben ser atribuidos a ninguna de las partes; b) Si los derechos no se encuentran atribuidos y no existen costos de transacción, los mismos deben ser atribuidos a una parte no siendo relevante a cuál de ellas; c) Si los derechos no están atribuidos y existen costes de transacción, deben ser atribuidos a la parte que más los valore; d) Si los derechos están atribuidos a una parte y los costes de transacción sean altos, se deben transferir –tras la correspondiente compensación- a la parte que más los valore; e) Si los derechos están

valora más o menos un derecho ya que, como se explicó anteriormente, el “valor” sería un concepto plenamente subjetivo⁵⁹⁵. No puede coincidirse, entonces, con quienes afirman que el Derecho viene a “puentear los fallos del mercado”⁵⁹⁶ que resultan de la existencia de costes de transacción prohibitivos. Entre otras razones porque el Derecho sería incapaz de establecer un marco objetivo de referencia acerca de las soluciones normativas efectivamente eficientes en cada caso⁵⁹⁷.

Por lo demás, como ha advertido MACEY⁵⁹⁸, del hecho de que sean los accionistas los beneficiarios residuales no se seguiría lógicamente que merezcan ser los exclusivos beneficiarios de los deberes fiduciarios ni que serían el grupo de interés que mejor maximiza el valor. Si, como afirma la propia doctrina contractualista, la sociedad-empresa se descompone en un grupo identificable de participantes (inversores, *managers*, acreedores, trabajadores, proveedores, etc.) que negocian una posición equilibrada-

atribuidos a una parte y los costes de transacción son bajos, el ordenamiento no los debe transferir a la parte que más los valore; f) Si existe contradicción entre la eficiencia asignativa y la eficiencia productiva, debe darse preferencia a la segunda, y g) Cuando sean de aplicación los postulados anteriores, solo deben tenerse en cuenta los costes de transacción influenciados por las normas.

⁵⁹⁵ Al respecto, véase HUERTA DE SOTO, J., “La escuela austriaca moderna frente a la neoclásica”, en *Revista Libertas*, nº 31, octubre 1999, www.eseade.edu.ar, p. 4, donde se compara el análisis económico subjetivo del valor, frente al objetivismo ofrecido por el análisis neoclásico.

⁵⁹⁶ PAZ-ARES, C., “Principio de eficiencia y Derecho privado”, cit., p. 2881.

⁵⁹⁷ Explica PAZ-ARES, “Principio de eficiencia y Derecho privado”, cit., p. 2885, que si no hay costes de transacción, el principio de eficiencia indicaría que no se asigne el derecho a ninguna de las partes, porque correspondería atender las “preferencias reveladas” y no “las preferencias afirmadas”. La cuestión sería que, en ningún caso, el Derecho estaría en condiciones de conocer, *a priori*, las preferencias particulares y subjetivas de cada agente económico. La información que dispone el legislador sería siempre incompleta.

Al respecto, véase la crítica al principio de eficiencia que hace DWORKIN, R., *A matter of principle*, cit., pp. 240 y ss., a quienes con la excusa de la eficiencia admiten la limitación de la libertad humana. Señala DWORKIN que la equivocación de POSNER, entre otros autores, estaría en establecer como premisa que el gobierno tiene la función de adoptar decisiones políticas de modo de maximizar el beneficio económico social (“*social wealth*”).

⁵⁹⁸ MACEY, J., “An economic analysis of the various rationales for making shareholders the exclusive beneficiaries...”, cit. pp. 24 y ss.

coordinada (“*equilibrium position*”) entre todos ellos, una consecuencia necesaria de esta noción sería que ninguno de ellos tendría, *a priori*, un derecho natural para considerarse propietario de la empresa. Los accionistas, en realidad, son considerados, como otorgadores de la financiación, propietarios. Serían los beneficiarios residuales que aportan la experiencia o habilidad como tomadores de riesgo que los demás *stakeholders* carecen. Sin embargo, no sólo los accionistas tendrían interés en las decisiones empresariales. En todo caso, por ejemplo, si existiera riesgo de que las decisiones a ser adoptadas lleven a que se “pierda todo”, quienes sufren riesgo “fijo” deberían tener derecho a participar en las decisiones.

Tampoco sería cierto el argumento que acusa a la teoría institucionalista de llevar a que los administradores tengan demasiados “jefes” (*masters*) induciéndoles a graves confusiones e ineficiencias⁵⁹⁹. En efecto, existen sociedades con varios tipos o clases de acciones -con distintos derechos- y ello, en los hechos, no habría generado problemas⁶⁰⁰.

Si bien resultaría compatible que el interés social constituiría, desde el punto de vista procedimental, una cláusula de integración contractual, por resultar imposible que las partes prevean, *a priori*, todas las posibles contingencias futuras a las que podrían llegar a enfrentarse los administradores; de ello no se seguiría que el exclusivo criterio de integración deba ser el de eficiencia económica⁶⁰¹. No sería cierta la presunción de que las personas se guían siempre racionalmente, motivadas exclusivamente por el criterio de maximización económica, en el sentido

⁵⁹⁹ *Ibidem*, pp. 31 y ss.

⁶⁰⁰ El problema de la “perspectiva *stakeholders*” reconocido por MACEY, sería que lleva a que los administradores puedan justificar prácticamente cualquier decisión amparados en que velan por el interés de algún *stakeholder*, crítica que no sería atribuible a la perspectiva contractual-dinámica en la medida en que ésta limitaría la discrecionalidad de los administradores en función del elemento objetivo que ofrece la red de contratos que constituye la sociedad-empresa.

⁶⁰¹ Cfr.: MACEY, J., “Fiduciary duties as residual claims...”, cit., pp. 1273-1274. La esencia de esta “*corner solution*”, advierte el autor, sería que los deberes fiduciarios se deben exclusivamente a los accionistas porque serían ellos los que valoran más tales derechos (por ser los titulares del interés residual). El problema, sin embargo, sería que, en la realidad, en muchos casos tales derechos serían valorados más por otros *stakeholders*. En consecuencia, el argumento basado en “valorar más” sería equivocado.

crematístico de la expresión *–homo economicus–*⁶⁰². Ciertamente en muchos casos, el aspecto económico es secundario o, al menos, igual de importante que otras motivaciones. Dicha presunción, llevada a su extremo haría que el Derecho de sociedades adopte soluciones normativas apartadas de la realidad económica-empresarial⁶⁰³, generando los consecuentes desajustes y, en caso de considerarse imperativa⁶⁰⁴, además, contraria a la legítima libertad empresarial personal⁶⁰⁵.

En consecuencia, a la hora de dar contenido a la cláusula de interés social como mecanismo de integración deberían contemplarse otros criterios además del de eficiencia económica. La pregunta obligada sería, entonces,

⁶⁰² Cfr.: GONDRA ROMERO, J.M., “Tiene sentido impartir justicia con criterios de economía?...”, cit., pp. 1591 y ss., quien sostiene que la integración del contrato de sociedad debe basarse en lo que hubiera establecido un contratante de buena fe, por lo que debe entenderse, como sostiene LARENZ, K., *Derecho civil. Parte general*, Editorial Revista de Derecho Privado, Jaén, 1978, pp. 748-749, como lo que las partes “hubiesen querido y aceptado honestamente como *justo equilibrio de intereses*”; ALONSO UREBA, A., “El gobierno de las grandes empresas...”, cit., pp. 105 y ss., critica la ética utilitarista de la eficiencia económica, que convierte al Derecho en instrumento de un programa ideológico-económico determinado, prescindiendo del acervo “axiológico-valorativo” del Derecho tradicional.

⁶⁰³ Cfr.: COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate Law...”, cit., p. 1682.

⁶⁰⁴ En efecto, PAZ-ARES, C., “Principio de eficiencia y Derecho privado”, cit., p. 2888, considera que pueden justificarse las transferencias forzosas de derechos cuando los costes de transacción sean prohibitivos. El objetivo del Derecho de sociedades sería, como señala en otro trabajo el propio PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., p. 205, la maximización de los objetivos de las partes.

⁶⁰⁵ La lógica interpretativa desarrollada por la escuela del análisis económico del Derecho tiene su origen en la labor de interpretación contractual judicial de los contratos en el ámbito del *Common Law*. Más allá de las críticas que merecen, sus postulados no pueden trasladarse, sin más, a los ordenamientos regidos por el sistema del *Civil Law*. Es decir, no correspondería aplicar el criterio de eficiencia –esencial en la interpretación judicial *ex post facto* norteamericana- a las normas legales imperativas generales, *ex ante*. Además, el régimen de interpretación del análisis económico del Derecho sólo debería aplicarse a los contratos en los que las partes, explícita o implícitamente, se mueven por el criterio de maximización, motivación que no puede conocerse nunca *ex ante* por el legislador. Si en el caso concreto, el criterio o principio que inspira el contrato es otro, el análisis económico no tendría nada que aportar. Por lo demás, en todo caso, el principio de eficiencia tendría sus límites en los principios generales del Derecho originados en el propio mercado (buena fe, no hacer daño al otro, dar a cada uno lo suyo).

¿específicamente qué criterios deberían especialmente ser contemplados por los administradores? La respuesta, a nuestro modo de ver, debe encontrarse en la costumbre mercantil pertinente. La costumbre, en efecto, implica las razonables expectativas de las partes al momento de contratar. Esto es, ante ausencia de pacto explícito, lo que razonablemente esperarían las partes, en cuanto es lo “acostumbrado”. Si, aplicando el método prospectivo de interpretación, típicamente contractualista, de voluntad hipotética (“*implicit contracting*”) se pretendiera dar contenido a la cláusula de interés social, resultaría más “realista” –y, en consecuencia, más justo– adoptar el criterio previsto por la costumbre que el de eficiencia económica⁶⁰⁶. En definitiva, como señala COFFEE, el “*implicit contracting approach*” puede acabar en flagrantes injusticias distributivas⁶⁰⁷, si se lo separa de la realidad práctica, aplicando invariablemente el criterio de eficiencia.

El criterio contractualista de eficiencia económica sufriría, de manera ciertamente oculta, de los mismos prejuicios (tecnocrático y paternalista) a los que se hizo referencia anteriormente al criticar la perspectiva institucionalista. A través de una línea argumental aparentemente abierta a la libertad empresarial, terminaría procurando establecer una organización societaria ideal basada en un criterio de eficiencia económica objetivo, sustentado en el modelo de competencia perfecta⁶⁰⁸. Más allá de que, como señala HUERTA DE SOTO, la competencia perfecta no existiría en la realidad⁶⁰⁹, siendo entonces improcedente como modelo de comparación, la teoría introduciría también una cierta planificación de la actividad

⁶⁰⁶ En el mismo sentido: COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate Law...”, cit. p. 1623, señala que la regla a aplicar no deberá ser la que maximice el beneficio o la que refleje lo que sujetos racionales hubieran resuelto, sino la regla que mejor lleve a cada parte a revelar a la otra el uso querido para sus poderes discrecionales.

⁶⁰⁷ COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate Law...”, cit., p. 1664.

⁶⁰⁸ Véase, al respecto, GARRIDO GARCÍA, J.M., “La regulación de los mercados financieros...”, cit., p. 550.

⁶⁰⁹ Cfr.: HUERTA DE SOTO, J., “La teoría de la eficiencia dinámica”, en *Procesos de Mercado*, nº 1, 2004, pp. 34-35.

empresarial que terminaría justificando la intervención normativa en vistas a su consecución⁶¹⁰.

Por otra parte, la doctrina contractualista descrita, si bien se muestra partidaria de la libertad empresarial, olvidaría que en cierto modo, además de los capitalistas, también otros *stakeholders*, como advierte GREENFIELD⁶¹¹, deberían ser considerados, en cierto modo, socios de la empresa, en cuanto también aportan recursos para el desarrollo del mismo (trabajo, materias primas, financiación, etc.). Ello no implicaría necesariamente que su interés –o su visión particular respecto del interés social- deba ser contemplado por los administradores al gestionar la empresa societaria. Sin embargo, tal circunstancia, implicaría que, al igual que la posición de cada uno de los socios capitalistas en la sociedad es –o debería ser- fruto de una negociación libre entre las partes, la situación de todos los demás *stakeholders* también debería serlo. Ello llevaría a descartar la formulación contractualista que se aferra incondicionalmente a la “creación de valor para el accionista” como contenido general del interés social.

En definitiva, la contemplación de los intereses de cada *stakeholder* (aspecto material) y su participación en las decisiones sociales (aspecto formal) debería depender de la libre contratación de los diferentes sujetos que se vinculan con la sociedad y no de un supuesto criterio planificador de eficiencia económica, apartado de la realidad⁶¹² y contrario a la libertad empresarial.

Paradójicamente, la formulación contractualista de interés social (interés común de los socios o “creación de valor para el accionista”), fundada modernamente en el criterio de eficiencia, sufriría de los mismos prejuicios que la perspectiva institucionalista aunque en función de valores

⁶¹⁰ Así lo reconocen los principales exponentes de la perspectiva contractualista: EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., “Contract and fiduciary duty”, cit., p. 444; PAZ-ARES, C., “Principio de eficiencia y derecho privado”, cit., p. 2888.

⁶¹¹ GREENFIELD, K., *The failure of Corporate Law*, cit., p. 46 y ss.

⁶¹² Cfr.: VÁZQUEZ ALBERT, D., “Comentario del art. 159 LSA”, cit., p. 1801.

diversos⁶¹³, cayendo, una vez más, en un juego de fuerzas corporativistas por imponerse en la regulación⁶¹⁴. Bajo el argumento de la productividad y la “eficiencia objetiva” (modelo de competencia perfecta), se termina restringiendo la libertad empresarial ilegítima y, por lo demás, ineficazmente, ya que como hemos señalado anteriormente, sólo los propios empresarios estarían en condiciones de determinar eficientemente las normas a las que se someterán con el objetivo de incrementar sus posibilidades de éxito empresarial, en un proceso ininterrumpido de descubrimiento de oportunidades de negocio en el mercado.

3.2. Aspecto formal: Proyección del reduccionismo material del concepto de interés social sobre la estructura organizacional de la sociedad de capital

En el análisis del Derecho comparado realizado en torno a la organización estructural de las sociedades para la adopción de sus decisiones empresariales destacan, en líneas generales, dos modelos claramente contrapuestos. Por un lado, el que podría denominarse modelo monista, caracterizado por atribuir a un solo grupo de interés (en general, los socios capitalistas) la legitimación para designar los miembros del órgano de administración. Por el otro lado, el modelo pluralista, que se caracteriza por adjudicar la legitimación para designar a los miembros de los órganos de administración, también, a otros grupos de interés, ajenos al capital.

Un ejemplo del primero puede encontrarse en la legislación societaria española. El art 214.1 LSC prevé, en efecto, que la competencia para la designación de administradores corresponde a la junta de socios, sin más excepciones que las legalmente establecidas, lo que subrayaría el carácter imperativo de la disposición legal. Un ejemplo paradigmático del segundo, por su parte, puede encontrarse en la ya descrita regulación alemana,

⁶¹³ Cfr.: GONDRA ROMERO, J.M., “La teoría contractual de la sociedad anónima...”, cit., pp. 1209 y ss.; en el ámbito económico, destaca esta paradoja BUCHANAN, J., “Salvando el alma del liberalismo clásico”, cit.

⁶¹⁴ Cfr.: BUTLER, H. y RIBSTEIN, L., “Opting out of fiduciary duties...”, quienes advierten que sin perjuicio de la orientación al mercado de la teoría, de EASTERBROOK y FISCHER, de la contratación hipotética, su visión es claramente “normativa” e incompatible con la teoría contractual de la sociedad.

caracterizada por consagrar un modelo dualista de administración societaria (Administración y Vigilancia)⁶¹⁵ y por prever que del órgano de vigilancia formen parte también representantes de los trabajadores, cuando las dimensiones de la sociedad (según el número de empleados) así lo justifiquen o determinen⁶¹⁶.

Los problemas jurídicos encontrados al analizar el aspecto material del concepto de interés social, se ven reflejados en las conclusiones relativas al aspecto formal del concepto. Así, mientras la doctrina contractualista tenderá a considerar imperativo que las decisiones en torno al concepto de interés social sean adoptadas exclusivamente por los socios de la sociedad (modelo estructuralmente monista de intereses); la institucionalista tenderá a favorecer la organización imperativa estructuralmente plural de las sociedades, de modo de garantizar que las decisiones sean adoptadas en interés de la institución, esto es, en el interés equilibrado de todos los *stakeholders* que participan de la actividad empresarial societaria (modelo estructuralmente pluralista de intereses).

Como señala Gaudencio ESTEBAN VELASCO, habría un tercer modelo -intermedio- que se caracterizaría por prever una solución monista desde el punto de vista estructural (aspecto formal) pero pluralista desde el punto de vista funcional (aspecto material)⁶¹⁷. Ejemplos claros del mismo serían los ordenamientos inglés⁶¹⁸ y portugués⁶¹⁹, en los que, si bien los administradores son designados exclusivamente por el capital, la ley obliga

⁶¹⁵ Sobre el modelo “*two-tiers*” alemán de administración societaria, véase: HOPT, K. y LEYENS, P., “Boards models in Europe – Recent developments of Internal Corporate Governance in Germany, United Kindom, France and Italy”, en *ECFR*, n° 2/2004, 2004, pp. 139 y ss.

⁶¹⁶ Sobre la experiencia alemana de la participación de los trabajadores en los órganos de administración societaria, véase: HOPT, K., “Labor representation in corporate boards: Impacts and problems for Corporate Governance and Economic integration in Europe”, en *International Review of Law and Economics*, n° 14, 1994, pp. 203 y ss.

⁶¹⁷ ESTEBAN VELASCO G., “Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa...”, cit., pp. 20 y ss.

⁶¹⁸ Companies Act, 2006, Sec. 172.

⁶¹⁹ Código das Sociedades Comerciais, art. 64.

a los administradores a contemplar otros intereses además de los intereses de los socios⁶²⁰.

Sin perjuicio de la regulación del aspecto funcional, en general, los modelos legales analizados en el Derecho comparado coinciden en la imperatividad de la solución legal preferida en lo que se refiere al aspecto estructural u organizativo, impidiendo que sean los propios grupos de interés de cada sociedad los que dispongan quiénes designarán a los miembros del órgano de administración y, en definitiva, quiénes adoptarán las decisiones en interés de la sociedad. Sin embargo, las posibles justificaciones ofrecidas para considerar imperativa una norma de Derecho civil como la mencionada (presencia de externalidades negativas y el argumento de los principios configuradores del tipo) no parecen resultar de aplicación al caso.

Respecto a las posibles externalidades negativas en la designación de los administradores de la sociedad, en efecto, parecería potencialmente más dañoso que exista una norma legal imperativa –en la medida en que impediría u obligaría a ciertos grupos a intervenir cuando ello no siempre se ajustaría a su interés personal real- que una dispositiva o, mejor, sometida al principio de gobierno corporativo “*comply or explain*”. La libre negociación entre los diferentes *stakeholders*, en cambio, admitiría diferentes soluciones adecuadas a cada caso, a cada tipo de sociedad, en función de sus dimensiones, del número de sus trabajadores, de su estructura de financiación, etc., lo que sin duda contribuiría a reducir los costes de transacción y agencia de la sociedad y, al mismo tiempo, en cuanto responda a los parámetros y normas del libre mercado, sería más adecuado a las verdaderas necesidades e intereses de cada uno de los sujetos involucrados.

Con relación a la cuestión acerca de si la legitimación para designar a los administradores de la sociedad debe ser considerada o no un principio

⁶²⁰ En el mismo sentido, en Alemania, en todo caso, los administradores deben gestionar de modo independiente la empresa teniendo en cuenta los intereses de los diferentes *stakeholders* (Cfr.: Código alemán de gobierno corporativo, 2010, Ap. 4.1.1, sometido al principio “cumplir o explicar”).

configurador del tipo sociedad de capital (art. 28 LSC)⁶²¹, la respuesta debería ser, desde nuestro punto de vista, negativa. Sin perjuicio de que no puede coincidir con la opinión, en cierto modo, extrema de PAZ-ARES, quien abogaría por renunciar a la utilización del instrumento “principio configurador” (por ser un concepto de origen doctrinal vago, de imposible definición concreta, propio de las categorías del conocimiento intuitivo)⁶²², en la medida en que dicho instrumento permitiría a los agentes del mercado una más adecuada negociación, su alcance debería ser considerado, en todo caso, lo más restringido posible, de modo que constituya una herramienta al servicio de los agentes económicos y no un obstáculo para su creatividad empresarial y el desarrollo eficiente del proceso de mercado. En tal sentido, en el caso de la sociedad anónima, podrá ser considerado un elemento o principio configurador que su capital se encuentre dividido en acciones, pero no que los miembros de sus órganos de administración sean designados por un grupo de interés determinado.

En definitiva, podría afirmarse que la legitimación para la adopción de decisiones societarias que afecten al interés social (aspecto formal del concepto), en todo caso debería admitir la libre negociación entre los

⁶²¹ Sobre el concepto de elementos configuradores del tipo societario, véase GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades*, cit., p. 89 y ss., quien reconoce que la doctrina – fundamentalmente suiza y alemana- ha hecho grandes esfuerzos (todavía sin gran éxito) para establecer un criterio con el cual establecer cuándo y hasta dónde es posible el ejercicio de la libertad contractual. Señala que la tendencia sería establecer modelos de los que no sería posible apartarse sin fundamentos (ciertamente compatible con el principio “cumplir o explicar”). En el área específica de las sociedades, hace notar la presencia de los intereses de terceros (cuestión de las externalidades negativas) y del tráfico en general, que llevarían a la imperatividad. Además, vincula el concepto de “principios configuradores” a la teoría de la institución, que concibe a las sociedades de capital como entidades de interés general, aunque reconoce que el concepto estaría rodeado de una gran ambigüedad por lo que aconseja tomarlo en consideración con cierta prudencia.

⁶²² PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., pp. 192 y ss. Sostiene el autor que los “principios configuradores del tipo” constituirían un instrumento de preservación del paradigma institucional en manos de quienes consideran (con los mencionados prejuicios paternalista, tecnocrático y político) que cualquier modificación del tipo ideal puede terminar en desequilibrios e injusticias. Se utilizarían “como coartada para limitar la versatilidad organizacional de las fuerzas del mercado y evitar que se consoliden los arreglos contractuales que no se acompañan con las ideas y prejuicios doctrinales”.

stakeholders en cada sociedad de capital. Esta solución podría lograrse mediante la introducción de una modificación de la legislación societaria que así lo disponga (*lege ferenda*) o, como se explicará seguidamente, promoviendo una interpretación no imperativa, sino dispositiva (sometida al principio “*comply or explain*”) de la normativa ya vigente en cada ordenamiento.

3.3. ¿Cómo interpretamos la regulación legal positiva del interés social?⁶²³: El “*comply or explain approach*” como alternativa a los paradigmas en pugna

El debate en torno a la noción material y formal del interés social se introduce, de lleno, en el enfrentamiento entre dos posiciones ideológicas antagónicas. Por un lado, aquella caracterizada por la exaltación del individuo como único sujeto capaz de desarrollar eficientemente la propia vida y el consiguiente rechazo de la progresiva intervención de las autoridades estatales en la vida individual. Por otro lado, la posición ideológica caracterizada por la desconfianza en la persona, considerada egoísta e insolidaria, y por el convencimiento de que solamente la autoridad estatal es capaz de lograr, mediante la intervención imperativa, que los individuos actúen de manera adecuada a la justicia⁶²⁴.

Uno de los principales puntos de desacuerdo entre las perspectivas contractualista e institucionalista sería, en efecto, el del acceso a la información. Mientras los contractualistas propugnarían –en principio– que nadie gozaría de mejor y mayor información para organizar la empresa que los integrantes de la misma, los institucionalistas afirman que las leyes, diseñadas por expertos en la materia⁶²⁵ –mejor informados que las partes intervinientes–, recogerían las soluciones normativas más justas y que, en definitiva mejor y más equilibradamente las beneficia.

⁶²³ Paráfrasis del ya destacado trabajo de PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit.

⁶²⁴ Así caracterizaría este paradigma DE LA CUESTA RUTE, J.M., “Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación”, cit., p. 89.

⁶²⁵ “Élites”, según la terminología empleada por CLARK, R., “Contracts, elites, and Traditions in the Making of Corporate Law”, cit., pp. 1718 y ss.

Lo cierto es que, más allá de la razón que pudieran tener cada uno de los paradigmas en pugna, no se encontraría justificada la rígida imperatividad de las normas societarias. Ciertamente, los efectos distorsionantes que podría ocasionar la aplicación de las diversas ideologías, se producirían con mayor dimensión cuando las mismas son adoptadas por el poder político e impuestas a la comunidad social⁶²⁶.

La calidad técnica del ordenamiento o su valor como depósito de “mejores prácticas”, articuladas por expertos en la materia, justificaría su existencia como norma dispositiva –o, en el mejor de los casos, si se quiere, para cumplir con el objetivo protector y orientador del Derecho, como norma sometida al “*comply or explain*”-, pero nunca su carácter imperativo⁶²⁷. El “*comply or explain*”, principio rector del movimiento de buen gobierno corporativo europeo, constituiría, hasta el momento, el instrumento más adecuado para solventar la cuestión del enfrentamiento ideológico que afecta a la cláusula de interés social. Es decir, sin perjuicio de la política jurídico-ideológica (de corte más o menos contractualista o institucionalista) que inspire la formulación normativa (*hard o soft Law*) del interés social, si se admitiera que tales normas –tanto las legales como las provenientes de los códigos de buenas prácticas-, más que de naturaleza imperativa, se hallan vinculadas al principio “cumplir o explicar”, los posibles efectos negativos de tales ideologías se verían reducidos significativamente en la medida en que cada sociedad de capital podría separarse del contenido material o formal que legalmente se adjudique a la cláusula, siempre que explique razonablemente las razones de su separación. De tal modo se lograría preservar la libertad empresarial y contractual de los diferentes agentes económicos, al tiempo que se cumpliría, razonablemente,

⁶²⁶ En tal sentido, MACEY, J., “Fiduciary duties as residual claims...”, cit., p. 1268, advierte que la forma de reconciliar las perspectivas en pugna, sería mediante la interpretación dispositiva de las normas legales que regulan la cuestión. La noción de que los *shareholders* serían los beneficiarios exclusivos de los deberes debería ser una norma subsidiaria. La reconciliación se daría si se aceptase que los *shareholders* pueden dejar el paradigma legal y contractualmente pactar la entrada de otros *stakeholders* en la noción de interés social.

⁶²⁷ Cfr.: BUTLER, H. y RIBSTEIN, L., “Opting out of fiduciary duties...”, cit., p. 19 y ss., quienes critican cada uno de los argumentos esgrimidos para justificar el carácter imperativo de las normas de gobierno corporativo y, seguidamente, explican la adecuación de los mecanismos del mercado para regular la actividad empresarial.

con las funciones pedagógicas y protectoras atribuibles al ordenamiento jurídico.

No se trataría de someter al principio “cumplir o explicar” a la cláusula legal de interés social en si misma (su existencia), en la medida en que como advierte PAZ-ARES, sería una cláusula legal de naturaleza instrumental⁶²⁸; sino a su contenido material, atribuido por el legislador. Es decir, por ejemplo, en el caso español, sin perjuicio de la interpretación que se haga de la definición legal de interés social prevista en el art. 226 LSC (“interés social, entendido como interés de la sociedad”), si dicha definición no fuera imperativa sino sometida al principio “cumplir o explicar”, bastaría con explicar (vía estatutos o del reglamento del consejo, por ejemplo) las razones de la adopción de un concepto de interés social distinto, posibilidad que ya existiría para las sociedades cotizadas que, por disposición legal (art. 61 bis.4.g LMV) tienen que “cumplir o explicar” las recomendaciones del CUGC de 2006, entre ellas, la que concibe la cláusula de interés social desde un punto de vista notoriamente más favorable a la perspectiva contractualista (Recomendación 7^a) que la prevista en la LSC⁶²⁹.

La clave estaría, en definitiva, en cómo leer o interpretar el Derecho positivo. Las posibles opciones serían, por un lado, las dos tradicionales, esto es, hacerlo en clave institucional (imperativo) o en clave contractual (dispositivo); o, por otro lado, como modelo alternativo y, en cierto modo, intermedio entre ambos extremos, en clave “cumplir o explicar”⁶³⁰. Esta

⁶²⁸ PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y como hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., p. 182.

⁶²⁹ En tal sentido, como concluiría MACEY, J., “Fiduciary duties as residual claims...”, cit., p. 1279, la única forma de hacer compatible la noción compleja de *corporation* como *nexus of contracts* y una formulación normativa particular de interés social, sería reconociendo que dicha norma no es imperativa y que puede ser renunciada *ex ante* por las partes mediante pacto contractual explícito.

⁶³⁰ Cfr.: STEENO, A., “Corporate governance: Economic analysis of a «comply or explain» approach”, cit., p. 408, quien afirma que este *approach* constituiría una alternativa viable a la legislación imperativa societaria de gobierno corporativo, en cuanto, (i) tendría en cuenta que todas las empresas societarias son diferentes y, por tanto, admitiría los posibles beneficios derivados de *opt-outs* eficientes, (ii) debe tenerse en cuenta que el gobierno corporativo sería un ámbito en constante evolución y la rigidez de la legislación puede ralentizar las respuestas a futuras evoluciones y experiencias adquiridas, (iii) el “*comply or*

última, desde la perspectiva del presente trabajo, gozaría de mayores ventajas que las anteriores en cuanto salvaguardaría más equilibradamente los objetivos de las anteriores. Se trataría de establecer imperativamente, como elemento derivado del principio de buena fe contractual, solamente la obligación de informar al mercado (*disclosure*) para que éste pueda evaluar el gobierno corporativo de cada sociedad y tomar, en consecuencia, las decisiones que estime más convenientes⁶³¹.

Ello obligaría, ciertamente, a establecer modificaciones legislativas en algunos casos, pero en muchos otros alcanzaría con cambiar la perspectiva del intérprete (doctrina y jurisprudencia), quien, hasta el momento, se encontraría fuertemente inclinado a interpretar las normas positivas en clave institucional⁶³². Se trataría, en definitiva, de interpretar las normas positivas de Derecho privado según el principio “cumplir o explicar” (véase el apartado 1.4 del presente trabajo), esto es, en términos semejantes a los aplicables a las normas provenientes de las costumbres mercantiles y al *soft Law* que regula el gobierno corporativo de la mayor parte de los países europeos.

explain approach” tendría la ventaja de adaptarse a los cambios legales y de prácticas empresariales, (iv) sería muy útil en la tarea de concienciación acerca de la necesidad de implementar buenas prácticas de gobierno corporativo.

⁶³¹ Cfr.: WILCOX, J., “Comply or explain...”, cit., p. 149, quien sostiene que los administradores tendrían un deber de explicar a los accionistas como desempeñan su función de la manera que razonablemente consideran en el mejor interés de la sociedad. De este modo, agrega, se establecerían las condiciones necesarias para que los accionistas puedan evaluar el gobierno corporativo de la sociedad y la competencia e independencia de los administradores. Además, el control derivado de la obligación de informar llevaría a que los administradores actúen con mayor diligencia.

⁶³² Cfr.: PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y como hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., pp. 164-165.

CAPÍTULO III APROXIMACIÓN A LA TEORÍA DE LOS DEBERES FIDUCIARIOS

1. DESARROLLO HISTÓRICO DE LOS DEBERES FIDUCIARIOS

1.1. Origen de la teoría jurídica: el *Common Law*

El análisis sistemático de las reglas jurídicas que regulan las diversas relaciones fiduciarias entre las que se encuentra la de administrador-sociedad, viene desarrollándose en el *Common Law* desde hace más de 280 años⁶³³. Tradicionalmente, se ha considerado, que el proceso judicial que dio comienzo al tratamiento de la cuestión fue el denominado *Rumford Market case*, acaecido en Reino Unido en 1726⁶³⁴, en el que se juzgó el caso en que un *trustee* aprovechó para sí una oportunidad de negocio del *trust* que administraba y en el que el tribunal terminó estableciendo como regla general que cuando una persona se encuentra en posición fiduciaria -o en cualquier otra posición ventajosa- frente a un principal, en todo caso, debe adjudicar la ganancia al *trust*, esto es, al beneficiario o principal.

Actualmente, se considera que las relaciones fiduciarias son lo suficientemente peculiares e importantes como para ser tratadas como un área independiente del Derecho⁶³⁵. Sin perjuicio de ello y del largo camino que ha recorrido la teoría jurídica, se ha advertido que la descripción precisa

⁶³³ Cfr.: HAMILTON, R., *The law of corporations*, cit., p. 446; WEINRIB, E., “The fiduciary obligation”, en *Toronto L. J.*, nº 25, 1975, p. 21, quien agrega que la obligación fiduciaria es una de las más típicas y distintivas creaciones del “*judge-made Law*”.

Cabe advertir, sin embargo que, como señala recientemente FRANKEL, T., *Fiduciary Law*, Oxford University Press, New York, 2011, p. 79 y ss., las raíces del Derecho fiduciario son mucho más antiguas. En efecto, FRANKEL, al remontar su análisis a los últimos 3000 años, encuentra relaciones fiduciarias en las Leyes de Hammurabi, en el Derecho Romano, en las leyes islámicas y en los escritos jurídicos de la Edad Media, entre otros. Sin perjuicio de las evidentes diferencias de las diversas épocas históricas, en todas ellas habrían surgido las mismas necesidades y el Derecho, en cada momento, habría ofrecido similares directrices y objetivos.

⁶³⁴ Caso *Keech v. Sanford*, de 1726. Al respecto, véase el comentario de HART, W., “The development of the rule in KEECH v. SANFORD”, en *Law Quarterly Rev.*, nº 21, 1905, pp. 258 y ss.

⁶³⁵ Cfr.: FRANKEL, T., “Fiduciary law”, en *California L. Rew.*, vol. 71, 1983, p. 797.

de la naturaleza de las relaciones fiduciarias se ha mantenido en discusión y permanecería, aún actualmente, confusa⁶³⁶. En efecto, reciente jurisprudencia norteamericana ha advertido que existen pocos conceptos legales más frecuentemente invocados pero menos conceptualmente seguros que el de la relación fiduciaria, en la medida en que no aparecen con claridad los principios sobre los cuales se basa⁶³⁷ y, además, se trataría de un concepto en continua expansión y, en consecuencia, de difícil delimitación teórica.

Desde su origen, el concepto de “relación fiduciaria” habría sido aplicado por la jurisprudencia anglosajona de modo muy amplio. El término “fiducia” provendría del concepto latino “*fides*” que significa confianza. En las “relaciones de confianza” se incluiría todo tipo de relación jurídica en la que una persona (el beneficiario) confía en la honestidad, integridad y fidelidad de otra (fiduciario). En este sentido, tradicionalmente se ha entendido que habría relación fiduciaria siempre que, por un lado, se deposite confianza en alguien y, por otro, se origine una posición dominante del fiduciario (capacidad de afectar la posición del principal), como consecuencia de la confianza depositada⁶³⁸. Como principio legal, se ha

⁶³⁶ Cfr.: COOTER, R. y FREEDMAN, B., “The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences”, en *N.Y.U. L. Rev.*, nº 66, 1991, p. 1045; CLARK., R., “Agency cost versus fiduciary duties”, cit., p. 71, quien señala, además, que la doctrina ha invertido “*gallons of ink*” en el tema y sólo ha logrado hacer observaciones interesantes de características particulares de la relación fiduciaria y banalidades respecto del concepto general; DE MOTT, D., “Beyond metaphor: An analysis of fiduciary obligation”, en *Duke L.J.*, vol., 1988, p. 879, quien advierte que el de obligación fiduciaria es uno de los conceptos más esquivos del derecho anglosajón; SEALY, L. “The director as trustee”, en *Cambridge L. J.*, 1967, p. 83; O’CONNOR, M., “How should we talk about fiduciary duty? Directors’ conflict-of-interest transactions and the ALI’s *Principles of Corporate Governance*”, en *George Washington L. Rev.*, nº 61, 1992-93, p. 954, quien refiere al “*mysterious concept of fiduciary duties*”; MILLER, C., “The fiduciary duty of a corporate director”, cit., p. 259, quien afirma que si bien la cuestión ha despertado mucho interés, en lugar de conseguir una aproximación consistente, en los últimos años, se habría acrecentado la divergencia de opiniones; en España, QUIJANO GONZÁLEZ, J. y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios...”, cit., pp. 946 y ss., quienes afirman que no haría falta una formulación completa de la relación fiduciaria que vincula a los administradores con la sociedad.

⁶³⁷ Véase el Caso *LAC Minerals Ltd. v. International Corona Resources Ltd.*, de 1989.

⁶³⁸ Cfr.: GUERRA MARTÍN, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses...*, cit., p. 239.

llegado a sostener que la obligación fiduciaria tendría su origen en la equidad⁶³⁹. Las relaciones fiduciarias tendrían en común la cuestión del abuso del poder delegado⁶⁴⁰. El Derecho tendería a imponer una obligación fiduciaria siempre que se presentara una relación de agencia en la que el agente debe actuar discrecionalmente en beneficio del principal⁶⁴¹.

La evolución de la teoría jurídica llevó a un sector de la doctrina a sostener que la confianza (*confidence*) sería el elemento esencial de las relaciones fiduciarias⁶⁴². El fiduciario no sólo gozaba de confianza cuando el principal le “confiaba” la administración de una propiedad (como en el caso particular del instituto del *trust* en el que inicialmente se había apoyado la teoría de los deberes fiduciarios), sino también en otros casos en los que ejercía un poder en beneficio del principal (por ejemplo, relaciones de empleo o de agencia) o cuando el principal dependía del consejo del fiduciario (profesional o experto).

La confianza y, en consecuencia, la relación de fiducia, se entablaría siempre que un fiduciario, con palabras o conductas, convence al beneficiario de que actuará de manera honesta y adecuada a su interés. El

⁶³⁹ DE MOTT, D., “Beyond metaphor...”, cit., p. 880.

⁶⁴⁰ FRANKEL, T., “Fiduciary Law”, cit., p. 797.

⁶⁴¹ Cfr.: SITKOFF, R., “The economic structure of fiduciary Law”, en *Boston L. Rev.*, vol. 91, 2011, pp. 1040 y ss. Explica el autor que los problemas de agencia surgen porque nadie tiene el tiempo y las habilidades para hacer todo por sí mismo. Se debe contar con la ayuda de terceros para lograr los objetivos personales. Agrega que es imposible remover completamente los problemas derivados de las relaciones de agencia ya que no se puede anticipar todas las posibles contingencias de modo de eliminar la discrecionalidad del agente.

Tampoco sería razonable someter al agente a un control exhaustivo como solución al problema ya que el principal no gozaría de las habilidades necesarias para ello y, además, el coste sería probablemente inasumible.

Asimismo, juzgar al agente por los resultados de su actuación resultaría, para el autor, inadecuado en la medida en que circunstancias ajenas a su control pueden afectar el resultado, siendo entonces injusto juzgarle exclusivamente por el resultado obtenido.

Por último, señala SITKOFF que los sistemas de incentivos diseñados para alinear los intereses del agente y el principal nunca logran eliminar por completo la divergencia de intereses entre los mismos.

⁶⁴² Cfr.: SEALY, L., “Fiduciary Relationships”, en *Cambridge L. J.*, 1962, p. 69.

fiduciario, desde esta perspectiva, sería aquel que se compromete a actuar o a “administrar en el interés de otra persona”⁶⁴³. Para todos estos casos, la jurisprudencia estableció como regla general, desde el primer momento, que frente al abuso de dicha “confianza” correspondía la reparación de los daños y perjuicios ocasionados⁶⁴⁴.

Así, la palabra “*fiduciary*” originariamente no utilizada por la jurisprudencia, pasó a ser la más adecuada para abarcar todo el conjunto de relaciones con ciertas características comunes; término que, sin embargo, siguió cumpliendo una función meramente descriptiva e indefinida, incluyendo todas las situaciones “similares” al *trust* pero que no se ajustan perfectamente a él⁶⁴⁵. Es decir, se las pasó a identificar por contraste al *trust*. Sin embargo, se reconoció que los principios y reglas desarrolladas por el derecho del *trust* resultaban, en gran medida aplicables a las demás relaciones fiduciarias.

La cuestión a definir pasó a ser, en cada caso concreto, si todos los principios del *trust* resultaban aplicables a la relación fiduciaria objeto de estudio concreto (“*do all the trust principles apply to this fiduciary situation?*”). La respuesta de la doctrina a esta cuestión fue negativa, llegándose a sostener además que no sería posible una definición general de las relaciones fiduciarias, sino que deben ser definidas “una por una”, estableciéndose las reglas particulares que regirán cada una de ellas⁶⁴⁶.

Las relaciones fiduciarias más desarrolladas en el ámbito jurídico anglosajón fueron las de *trustee-beneficiary* (fiduciario-beneficiario en el ámbito del *trust* -fideicomiso-), *agent-principal* (en el marco de las denominadas relaciones de agencia) y la del *director-corporation* (administrador-sociedad) en la que los deberes fiduciarios se derivarían del

⁶⁴³ SCOTT, A., “The fiduciary principle”, en *California L. Rev.*, vol. 37, nº 4, 1949, p. 539 y ss.; en España, coincide con esta noción la doctrina mayoritaria. Véase, por todos: GARRIGUES, J. “De los Administradores”, cit., pp. 158 y ss.; GIRÓN TENA, J., “La responsabilidad de los administradores...”, cit., p. 419.

⁶⁴⁴ En este sentido, véase el Caso jurisprudencial inglés *Gartise v. Ishenwood*, de 1788.

⁶⁴⁵ Cfr.: DE MOTT, D., “Beyond metaphor...”, cit., p. 880.

⁶⁴⁶ SEALY, L., “Fiduciary relationships”, cit., pp. 71 y ss.

poder atribuido a los administradores para controlar, gestionar y dirigir discrecionalmente la empresa societaria⁶⁴⁷. En todas ellas, un beneficiario “confiaría” a un fiduciario el control y/o la administración de un bien o interés. Sin embargo, cada una de ellas gozaría de características particulares que determinarían diferencias en el alcance de las obligaciones fiduciarias.

En este sentido, se procuró establecer las diferencias entre las diversas relaciones fiduciarias para, a partir de ellas, lograr establecer el marco regulatorio de cada una. Así, por ejemplo, se ha señalado que el nivel de riesgo que se entiende razonable asumir por parte de los administradores es, en general, superior al que se espera de los *trustees*, por lo que los estándares de conducta aplicables a unos y otros no pueden ser los mismos⁶⁴⁸; y por otro lado, los administradores tampoco pueden ser considerados “agentes”, principalmente porque mientras el agente debe seguir estrictamente las instrucciones del principal y puede ser destituido en cualquier momento de forma expeditiva, los administradores gozarían de una significativa discrecionalidad en la gestión de la sociedad y su proceso de destitución sería, en general, lento y oneroso⁶⁴⁹.

⁶⁴⁷ Cfr.: HAMILTON, R., *The law of corporations*, cit., p. 444; SCOTT, A., “The fiduciary principle”, cit., p. 541, quien agrega que algunas de las relaciones fiduciarias serían más intensas que otras, dependiendo del grado de independencia o discrecionalidad en la actuación.

⁶⁴⁸ Cfr.: GOWER, L.C.B., *L Principles of modern company law*, cit., pp. 550-551, quien sostiene que el deber de lealtad del administrador sería análogo al deber del *trustee* en sentido estricto, mientras que el deber de diligencia (*care*) diferiría esencialmente del *trustee* tradicional; MORILLAS JARILLO, M.J., *Las normas de conducta de los administradores...*, cit., pp. 106 y ss., quien, entre otros argumentos, señala que en la administración de la sociedad no se da la transmisión de la propiedad como en el *trust* y que la confianza en el administrador no descansaría por completo en la buena fe como en el *trust* sino en la ley

⁶⁴⁹ Cfr.: AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of corporate governance...*, cit., pp. 65-66; BRUDNEY, V., “Corporate governance...”, cit.; GUERRA MARTÍN, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses...*, cit., p. 241; CLARK, R., “Agency Costs versus fiduciary duties”, cit., pp. 59 y ss.; MORILLAS JARILLO, M.J., *Las normas de conducta de los administradores...*, cit., pp. 103 y ss.

1.2. La relación fiduciaria del administrador de sociedades

Prácticamente desde el inicio del análisis jurisprudencial de las distintas relaciones fiduciarias, los tribunales han procurado establecer las características particulares de la relación que vincula al administrador con la sociedad de capital. El que podríamos considerar primer *leading case* en la tipificación de los deberes fiduciarios de los administradores es el *Charitable Corp. v. Sutton*⁶⁵⁰, de 1742, que asemejó la naturaleza jurídica de los deberes de los administradores, a un tiempo, a los deberes de los agentes y a los de los *trustees*, añadiendo, además, que los administradores debían cumplir su obligaciones “*with fidelity and reasonable diligence*”⁶⁵¹.

Durante el siglo XVIII, la jurisprudencia tendió a confundir los términos jurídicos utilizando, indistintamente, la palabra *trust* para todas las relaciones fiduciarias, existiera o no realmente un *trust*⁶⁵². En efecto, como señala GOWER, antes de 1844 la mayoría de las sociedades no estaban inscritas por lo que operaban de una forma enteramente privada a través de *trusts* en los que los administradores eran los agentes fiduciarios. Luego, una vez asentada la práctica de la inscripción (la adjudicación de personalidad jurídica, etc.), el instituto del *trust* se siguió aplicando por analogía, en la medida en que se entendía que a todas las sociedades se les debería aplicar el mismo régimen, estuvieran o no inscritas⁶⁵³.

⁶⁵⁰ Al respecto, véase el trabajo MC MURRAY, M., “An historical perspective on the duty of care, the duty of loyalty, and the business judgment rule”, en *Vanderbilt L. Rev.*, nº 40, 1987, pp. 605 y ss., del que se han extraído varias de las referencias jurisprudenciales norteamericanas citadas en el presente trabajo.

⁶⁵¹ Sin embargo, en Reino Unido, DAVIES, P., *Introduction to company law, cit.*, pp. 151-152, señala que hasta mediados del siglo XIX no habrían aparecido los primeros casos que hicieron referencia a los deberes de los administradores.

⁶⁵² Sobre la aplicación del derecho del *Trust*, véase: HANSMANN, H. y MATTEL, H., “The functions of trust law: A comparative legal and economic analysis”, en *New York L. Rev.*, 1998, pp. 434 y ss.; SEALY, L., “The director as Trustee”, cit. pp. 83 y ss., quien advierte que el administrador, en su origen, era un *trustee* en el sentido técnico del término, de los fondos y propiedades que recibía de la sociedad; SITKOFF, R., “Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency”, en *The Journal of Corporate Law*, nº 28, 2003, pp. 565 y ss.

⁶⁵³ Cfr.: GOWER, L.C.B., *Principles of modern company law, cit.*, pp. 550-551.

Sin embargo, con el desarrollo del *Common Law*, la discrecionalidad de que gozaban los agentes fiduciarios basada en los principios generales de “*trust*” y “*confidence*” derivó en la descripción más precisa de cada relación fiduciaria y el establecimiento de reglas jurídicas concretas que redujeron significativamente dicha discrecionalidad y que, en consecuencia, aumentaron las dificultades para aplicar el mismo régimen a otras relaciones jurídicas como la del administrador de sociedades⁶⁵⁴. Así, la palabra “*trust*” pasó a ser un término formal con un sentido técnico determinado (vinculado exclusivamente a las relaciones en que se otorga, fiduciariamente, la administración de una propiedad), dejando fuera un conjunto amplio de relaciones fiduciarias que quedaron sin nombre⁶⁵⁵.

Durante el siglo XIX la jurisprudencia tendió a mantener la identificación de la posición del administrador de sociedades, alternativamente, con la del agente y/o con la del *trustee*⁶⁵⁶. En tal sentido, mientras algunas sentencias señalaban que los administradores serían *trustees* de los accionistas⁶⁵⁷, otras afirmaban que los administradores serían agentes que asumen un *trust* en beneficio de los accionistas⁶⁵⁸, y aún otras sostenían que, en el caso de entidades bancarias, el administrador tendría una relación de agencia con el banco y una relación semejante a la del *trustee* con los depositantes⁶⁵⁹. Finalmente, sobre finales de dicho siglo se constataba que los denominados tribunales de Derecho (*courts of Law*) trataban a los administradores como agentes de las sociedades, mientras que los tribunales de equidad (*courts of equity*) los trataban como *trustees* de las sociedades y sus accionistas⁶⁶⁰.

⁶⁵⁴ Cfr.: WEINRIB, E., “The fiduciary obligation”, cit., p. 21.

⁶⁵⁵ Cfr.: SEALY, L., “Fiduciary relationships”, cit., p. 71.

⁶⁵⁶ Cfr.: MC MURRAY, M., “An historical perspective...” cit., p. 605.

⁶⁵⁷ Caso *Smith v. Prattville Mfg. Co.*, de 1857.

⁶⁵⁸ Caso *Percy v. Millaudon*, de 1829.

⁶⁵⁹ Caso *Hun v. Cary*, de 1880.

⁶⁶⁰ Cfr.: THOMSON, S., “Liability of directors and agents of corporations”, en *S. L. Rew.*, n° 6, 1880, p. 351, según referencias de MCMURRAY, M., “An historical perspective...” cit., p. 606. Otra línea jurisprudencial, por su parte, llegó a sostener que los administradores combinaban en sus personas la capacidad de los agentes y de los *trustees* (véase, por ej. vel caso *Holcomb v. Forsyth*, de 1927, según las referencias de UHLMAN, R., “The legal status of corporate directors”, cit., p. 14).

Posteriormente, durante los primeros años del siglo XX la noción jurisprudencial de la relación administrador-sociedad se mantuvo⁶⁶¹. Sin embargo, gradualmente se comenzó a advertir que dicha relación jurídica no se ajustaba ni a la figura de los agentes ni a la de los *trustees*, empezando a aparecer en las sentencias distintas explicaciones (por ej.: en realidad, dichas relaciones no constituirían “propiamente” o “en su totalidad” *trusts*; se trataría de “*quasitrusts*”), o salvedades del tipo “*for limited purposes*”⁶⁶². Al mismo tiempo, la doctrina especializada paulatinamente pasó a sostener que las características particulares de la relación administrador-sociedad justificaban una regulación jurídica independiente⁶⁶³, idea que gradualmente fue reconocida por la jurisprudencia⁶⁶⁴.

En definitiva, la evolución jurisprudencial concluyó que la relación administrador-sociedad sería esencialmente distinta a las demás y, en consecuencia, que no debería ser analizada mediante aplicación analógica de otras relaciones fiduciarias⁶⁶⁵. Se trataría de una relación fiduciaria “*sui generis*” que no podría ser incluida en las instituciones jurídicas fiduciarias tradicionales del *Common Law*⁶⁶⁶.

⁶⁶¹ Caso *Sequoia Vacuum Sys. v. Stransky*, de 1964; Caso *Dixmoor Golf Club v. Evans*, de 1927; Caso *Kavanaugh v. Kavanaugh Knitting Co.*, de 1919.

⁶⁶² Véase: SEALY, L., “Fiduciary relationships”, cit., p. 71.

⁶⁶³ En este sentido UHLMAN, R., “The legal status of corporate directors” cit., pp. 12 y ss., señaló que la relación que vincula a al administrador con la sociedad es muy distinta a la del agente-principal, en la que el control del beneficiario sería mucho más fuerte que en el ámbito societario (el contrato del agente es fácilmente revocable, no así el del administrador; el principal tiene poder de control directo sobre el agente, no así en el caso sociedad-administrador; el agente no puede delegar –*delegatus non potest delegare*– mientras sí puede hacerlo el administrador). Asimismo, rechazaba la identificación de los *directors* -administradores- con los *trustees*, al menos en su sentido técnico. Sin embargo, afirmaba que la relación del administrador puede considerarse fiduciaria y de confianza y que por esa razón puede sostenerse que los administradores de sociedades ocupan una posición fiduciaria que los lleva a actuar de buena fe y con honestidad en todas sus acciones.

⁶⁶⁴ Véase el Caso *Johnson v. Trueblood*, de 1980, donde se reconoce que los administradores constituyen un “tipo especial de fiduciario”.

⁶⁶⁵ Cfr.: HAMILTON, R., *The law of corporations*, cit., p. 445.

⁶⁶⁶ Al respecto, véase: GUERRA MARTÍN, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses...*, cit., pp. 238-239.

1.3. Deberes derivados de la relación fiduciaria del administrador

Sin perjuicio de la distinción de los diversos tipos de relaciones fiduciarias, la cuestión central planteada en el *Common Law* fue determinar, considerando el carácter discrecional de las relaciones basadas en la confianza, cómo un sujeto (el fiduciario, agente o administrador) puede ser inducido a hacer lo que es mejor para otro (el beneficiario, principal o sociedad) sin especificar exactamente lo que se debe hacer en cada caso concreto⁶⁶⁷. Expresado desde el punto de vista económico, el problema se traduciría en la necesidad de diseñar incentivos adecuados para alinear los intereses del fiduciario y del beneficiario, del administrador y de la sociedad.

Pues bien, la respuesta del *Common Law* a este problema ha sido el desarrollo jurisprudencial de la imposición de deberes de diligencia y lealtad a los administradores-fiduciarios, como mecanismo o estrategia dirigida a disuadir su potencial actuación contraria a los intereses sociales (*constraining strategy*)⁶⁶⁸ y a reducir al mínimo el número de conflictos de interés que efectivamente podrían llegar a producirse⁶⁶⁹. Dichos deberes, en efecto, habrían ido evolucionando y concretando su alcance y delimitación a través de las sucesivas sentencias judiciales que se han ocupado de la cuestión en los últimos tres siglos.

⁶⁶⁷ Pues, como advertía MILLER, C., “The fiduciary duty of a corporate director”, cit., p. 279, salvo que exista una referencia fáctica concreta, el deber de los administradores sólo podría ser expresado de modo general.

⁶⁶⁸ Cfr.: DAVIES, P., *Introduction to company law*, cit., p. 151; LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit., pp. 35-36; GUERRA MARTÍN, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses...*, cit., p. 419.

⁶⁶⁹ Cfr.: ANDERSON, A., “Conflict of interest: efficiency, fairness and corporate structure”, en *UCLA L. Rev.*, vol. 25, 1978, p. 759, quien afirma que la regulación de las relaciones fiduciarias previene que los administradores aprovechen injustamente su situación superior de poder y experiencia. Como señala LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit., p. 38, los conflictos de interés en los que incurren los administradores no derivarían exclusivamente de la separación de la propiedad y del control, sino del principio de especialización funcional

Desde el inicio del tratamiento de la cuestión, la jurisprudencia anglosajona identificó dos formas de incumplir las obligaciones derivadas de la relación fiduciaria (“*wrongdoing*”): la deslealtad y la negligencia⁶⁷⁰. El punto de partida del desarrollo de ambos adoptado por el *Common Law* ha sido el modelo de administrador asemejado al “*gentleman amateur*”, es decir, exigir un nivel de competencia o diligencia mínimo y un nivel de lealtad severo⁶⁷¹. En efecto, la diferencia clave entre negligencia y deslealtad, a los efectos del diseño de incentivos jurisprudenciales, habría pasado a ser que mientras que en el caso de la deslealtad, la actuación acarrearía un beneficio para el agente proporcional al perjuicio para el beneficiario (juego de suma cero), en el caso de la diligencia sólo habría perjuicio para el beneficiario sin el correspondiente beneficio para el agente (juego de suma negativa).

Posteriormente, el desarrollo de la teoría llevó a la imposición de deberes específicos derivados de los estándares generales. Así, del deber general de diligencia (relativo a los conflictos entre el interés social y el tiempo-esfuerzo dedicados por el administrador a la sociedad) surgió el deber de ejercer el cargo, el deber de informarse y el de imparcialidad; y del deber de general de lealtad (dirigido a evitar los conflictos que supongan ventajas para el administrador o terceros en perjuicio del interés social) se

⁶⁷⁰ Véase el ya citado Caso *Charitable Corp. v. Sutton*.

⁶⁷¹ Cfr.: DAVIES, P., *Introduction to company law*, cit., pp. 152-153; SCOTT, K., “Corporation Law and the American Law Institute project”, en *Stanford L. Rev.*, vol. 35, 1983 p. 927, en España, PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit.

Por su parte, BERLE, A. y MEANS, G., *The modern corporation...*, cit., pp. 221 y ss., señalaban que: “*the three main rules of conduct which the law has developed are: 1) a decent amount of attention to business; 2) fidelity to the interests of the corporation; 3) at least reasonable business prudence*”, y agregan: “*This is the ancient metaphysical squabble between loyalty to the “corporation” and loyalty to the stockholders or security holders*”

Además de los tradicionales deberes fiduciarios de diligencia y lealtad, BLACK, B., “The principal fiduciary duties of board of directors”, en *Presentation at Third Asian Roundtable on Corporate Governance*, Singapore, 4 abril 2001 p. 1, ha señalado que en los últimos años se habrían desarrollado dos deberes más: el deber de información o transparencia (*disclosure*), presente desde tiempo atrás en el ámbito del derecho del mercado de valores- y el deber que el autor denomina de “*extra care*” en escenarios de OPAs.

desprendieron las prohibiciones de realizar transacciones con la sociedad, de explotar la posición de administrador, de aprovechar sus oportunidades de negocios y de competir con la sociedad.

1.3.1. Deber de diligencia⁶⁷²

El primer caso jurisprudencial en reconocer explícitamente en los administradores el deber de ejercer sus funciones con cuidado y diligencia fue en 1829 el Caso *Percy v. Millaudon*⁶⁷³ tras el que muchos otros impusieron, con diferentes matices y alcance, el mismo deber. La evolución del *Common Law* llevaría a la conformación de tres estándares o niveles de diligencia exigible a los administradores para cumplir el *duty of care*: i)

⁶⁷² Respecto de la noción general del deber de diligencia, véase: AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of corporate governance...*, cit., Part IV, *Duty of care and the Business Judgment Rule*, p. 134 y ss., donde se concibe al deber de diligencia como aquel que lleva a realizar las funciones de administrador “*in good faith, in a manner that he or she reasonably believes to be in the best interests of the corporation, and with the care that an ordinarily prudent person would reasonably be expected to exercise in a like position and under similar circumstances*” (section 4.01.a), concepción que se vincula con la denominada “*business judgment rule*” (subsection 4.01c) que implica que el administrador cumplirá, de buena fe, con el deber de diligencia cuando: “1) *is not interested in the subject of the business judgment; 2) is informed with respect to the subject of the business judgment to the extent the director or officer reasonably believes to be appropriate under the circumstances; and 3) rationally believes that business judgment is in the best interests of the corporation*. En España, entre otros, puede verse: LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit., p. 37 y pp. 49 y ss., que apunta que el deber de diligencia “trata de evitar que los administradores administren negligentemente la empresa, esto es, que prefieran dedicar más tiempo a sus intereses personales y prestar menos atención a la administración de la empresa en lugar de dedicarle más tiempo y desarrollar una actividad más diligente”; FONT GALÁN, J.I., “El deber de diligente administración...”, cit., pp. 89 y ss., quien atribuye al deber de diligencia la calidad de raíz de los deberes fiduciarios y afirma que “el deber de fidelidad al interés social tensiona y anuda todos los deberes en un objetivo común: la promoción y defensa del interés social”; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “El deber de diligencia”, en (Coord.) ESTEBAN VELASCO, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, Marcial Pons, 1999, p. 419 y ss.; PÉREZ CARRILLO, E., “El deber de diligencia de los administradores de sociedades”, cit., pp. 275 y ss.; HERNANDO CEBRIÁ, L., *El deber de diligente administración en el marco de los deberes de los administradores sociales*, Marcial Pons, Madrid, 2009.

⁶⁷³ Al respecto, véase: MCMURRAY, M., “An historical perspective...” cit., pp. 606 y ss.

negligencia grosera⁶⁷⁴; ii) la diligencia del administrador ordinario prudente en circunstancias similares⁶⁷⁵, y iii) la diligencia que una persona ordinaria prudente tendría al administrar un negocio propio⁶⁷⁶.

Por su parte, la mayoría de los estados norteamericanos optarían por codificar el deber de diligencia siguiendo la segunda formulación (“*ordinarily prudent director*”) incorporada además en la denominada *Model Business Corporation Act*. La tendencia jurisprudencial pasó a ser, entonces, exigir al administrador la prudencia que tendría una persona prudente común en una posición semejante bajo similares circunstancias. De dicha formulación se derivarían deberes más específicos como el deber de vigilancia (*duty to monitor*), el deber de investigar (*duty to inquiry*), el deber de actuar razonablemente en el proceso de adopción de decisiones empresariales y el deber de tomar decisiones razonables⁶⁷⁷.

Por su parte, la denominada *Business Judgment Rule* (BJR) se desarrolló en la jurisprudencia de modo paralelo al deber de diligencia⁶⁷⁸ a través de diferentes sentencias que fueron conformando su contenido y

⁶⁷⁴ Así, por ejemplo el Caso *Godbold v. Branch Bank*, de 1847. En la doctrina norteamericana, esta parece ser la noción adoptada por BLACK, B., “The principal fiduciary duties of board of directors”, cit., p. 6., quien afirma que el deber de diligencia implica solamente prestar atención e intentar tomar buenas decisiones (“*show up, pay attention and make decision that is not completely irrational*”) en la medida en que los tribunales no condenarían salvo en los casos de que las decisiones adoptadas resulten completamente irracionales.

⁶⁷⁵ Casos *Briggs v. Spaulding*, de 1891 y *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, de 1963.

⁶⁷⁶ Casos *Burkhart v. Smith*, de 1931; *Hun v. Cary*, de 1880 y *Marshall v. Farmers' & Mechanics' Say. Bank*, de 1889.

⁶⁷⁷ En España, una síntesis al respecto puede encontrarse en RAMOS, M.E., “Gobierno corporativo y deberes fiduciarios. Cuestiones actuales y reformas pendientes”, en (Coord.) PÉREZ CARRILLO, E., *Gobierno corporativo y responsabilidad social de las empresas*, Marcial Pons, Madrid, 2009, p. 136, quien, en este sentido, cita la doctrina norteamericana mayoritaria.

⁶⁷⁸ Véase: COHN, S., “Demise of the Director's Duty of Care: Judicial Avoidance of Standards and Sanctions Through the Business Judgment Rule”, en *Texas L. Rew.* nº 62, 1983, p. 603, donde se citan varios casos jurisprudenciales que respaldan dicha afirmación.

alcance⁶⁷⁹. La BJR pasó a ser considerada un puerto seguro (*safe harbour*) por los administradores en la medida en que les garantizaba que, cumpliendo sus requisitos (no tener interés personal en el objeto de decisión, estar adecuadamente informado respecto del mismo, actuar en lo que se considera mejor interés de la sociedad⁶⁸⁰), les protegería de eventuales acciones de responsabilidad.

Los fundamentos jurídicos de la BJR serían determinantes: i) los tribunales no estarían en condiciones de determinar, *ex post*, las decisiones que deberían haberse tomado; ii) una decisión de inversión podría resultar errónea por una multitud de razones siendo la negligente administración sólo una de ellas; iii) algunas decisiones arriesgadas resultarían, *ex post*, muy exitosas mientras otras desastrosas, por lo que exigir un estándar de diligencia mayor implicaría establecer un incentivo para que los administradores no asuman riesgos, lo que definitivamente resultaría perjudicial para el interés social⁶⁸¹. Además, un estándar excesivamente alto de diligencia tendería a alejar a los administradores más competentes (problema de selección negativa), induciría al sobrecumplimiento (*overcompliance*) lo que significaría mayores costes para la sociedad (por ejemplo, por solicitud de informes a especialistas como eventual defensa - *wall papers*-) y constituiría un obstáculo para la innovación y el desarrollo⁶⁸². La lógica de la regla sería, en definitiva, que el beneficio de los accionistas sería, en todo caso, menor si se sometiera a los administradores a un régimen de diligencia más estricto⁶⁸³.

La BJR desarrollada por la jurisprudencia se transformó entonces en una herramienta jurídica clave en la medida en que permitió a los administradores asumir riesgos, incluso riesgos desmedidos, siempre que

⁶⁷⁹ Para un completo análisis de la evolución jurisprudencial de la *Business Judgment Rule* véase: ARSHT, S., "The Business Judgment Rule Revisited", en *Hopstra L. Rev.*, nº 8, 1979, pp. 93 y ss.

⁶⁸⁰ Cfr.: AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of corporate governance...*, cit., p. 139.

⁶⁸¹ Cfr.: BLACK, B., "The principal fiduciary duties of board of directors" cit., p. 6.

⁶⁸² Cfr.: PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., 69 y ss.; RAMOS, M.E., "Gobierno corporativo y deberes fiduciarios...", cit., p. 139.

⁶⁸³ Véase: EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., pp. 93 y ss.

informasen adecuadamente de tales actuaciones y se comportasen honestamente. Considerando su alcance y desarrollo, se llegó a plantear si la BJR habría suplantado al deber de diligencia⁶⁸⁴. Es que, en rigor, podría sostenerse que si los administradores cumplen la BJR, en todo caso, estarían actuando con la diligencia debida. Sin embargo, sobre esta cuestión la jurisprudencia norteamericana no ha sido unánime. Algunas sentencias han sostenido que ambos estándares de conducta pueden coexistir sin conflicto⁶⁸⁵, otras, en cambio, han mantenido que la BJR viene a suprimir la necesidad del deber de diligencia⁶⁸⁶. En tercer término, como alternativa capaz de superar las posiciones anteriores, se ha afirmado que la BJR sólo sería aplicable después de determinar si i) el administrador adoptó una decisión empresarial y ii) si en el proceso de dicha decisión el administrador actuó con el grado de diligencia exigible⁶⁸⁷.

Otra cuestión delimitada por la jurisprudencia estadounidense y regulada por las leyes de algunos de sus estados respecto del deber de diligencia, es la influencia de distintos factores (tipo y tamaño de sociedad, tipo de actividad empresarial, posición y clase de administrador -ejecutivo, independiente, etc.- o ejecutivo) sobre los estándares de diligencia exigible⁶⁸⁸. Al respecto, aunque todavía no en forma consolidada, la jurisprudencia habría tendido a exigir mayor diligencia a los *officers* (ejecutivos) que a los administradores, a los administradores internos que a los externos, a los administradores de bancos que a los de otras actividades mercantiles.

⁶⁸⁴ MCMURRAY, M., "An historical perspective..." cit., p. 615.

Véase también AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance...*, cit., pp. 134 y ss., donde la BJR es considerada un elemento esencial del *duty of care*.

⁶⁸⁵ Véase por ejemplo el Caso *Casey v. Woodruff*, de 1944.

⁶⁸⁶ Así: Caso *Gimbel v. Signal Cos., Inc.*, de 1974.

⁶⁸⁷ Cfr.: MCMURRAY, M., "An historical perspective..." cit., p. 616.

⁶⁸⁸ *Ibidem*, pp. 618 y ss.

1.3.2. Deber de lealtad⁶⁸⁹

Los tribunales anglosajones han reconocido y desarrollado el deber de lealtad a partir de la ya mencionada sentencia del Caso *Charitable Corp. v. Sutton*, de 1742, en la que se impuso un deber de “*fidelity to the corporation*”, aunque el término específico “lealtad” (*loyalty*) no se habría adoptado formalmente hasta 1939 con el Caso *Guth v. Loft, Inc.*, en el que se atribuyó a los administradores el deber de evitar cualquier conducta que pudiera perjudicar a la sociedad de capital administrada y en el que se estableció explícitamente que el deber de lealtad a la sociedad implicaría evitar los conflictos entre el interés de la sociedad y el interés personal del administrador.

Las transacciones de los administradores “viciadas” de conflicto de interés con la sociedad han tenido diverso tratamiento en la evolución de la jurisprudencia norteamericana. Así, mientras algunos tribunales sostuvieron la posición rígida de prohibir toda operación en que hubiera conflicto de interés⁶⁹⁰, la mayoría de los tribunales permitió el conflicto de interés siempre que se superara un *test* de conveniencia intrínseca para la sociedad

⁶⁸⁹ Para una noción general del deber de lealtad, véase: AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of corporate governance...*, cit., Part V, *Duty of fair dealing*, p. 199 y ss., donde se establece que los administradores han de cumplir el deber de lealtad en las transacciones con la compañía (section 5.02), en relación a las compensaciones que reciban por sus servicios a la empresa (section 5.03), en el uso de información secreta o privilegiada de la sociedad (section 5.04), respecto de las oportunidades de negocios de la sociedad (section 5.05), competencia con la sociedad (section 5.06), transacciones entre sociedades con administradores comunes (section 5.07), en las relaciones con asociados de administradores (section 5.08). En España, véase, LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit., p. 37 y pp. 99 y ss., quien señala que el deber de lealtad “tiene por finalidad evitar que los administradores, por muy diligente que sean estos, obtengan cualquier beneficio a expensas de la sociedad en un conjunto de situaciones, excluidas las comprendidas en el deber de diligencia, en las que está presente un conflicto entre el interés de éstos y el de la sociedad cuya empresa administran”; GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*, cit., p. 376; ALCALÁ DÍAZ, M. Á., “El deber de fidelidad de los administradores: el conflicto de intereses administrador-sociedad”, en (Coord.) ESTEBAN VELASCO, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, Marcial Pons, 1999, pp. 447 y ss.; PORTELLANO DÍEZ, P., *El deber de fidelidad...*, cit.; RIBAS FERRER, V., *Aproximación al estudio del deber de lealtad...*, cit.

⁶⁹⁰ Así, por ejemplo: Caso *McKey v. Swenson*, de 1925; Caso *Duncan v. Ponton*, de 1937.

y los administradores involucrados comunicaran adecuadamente su interés personal en la transacción⁶⁹¹. Considerando la gran relevancia de la cuestión y la incidencia sobre las relaciones contractuales, la gran mayoría de los estados de EEUU resolvió consagrar legalmente el deber de lealtad de los administradores de sociedades, recogiendo, en general, la concepción menos rígida sostenida por la mayoría de la jurisprudencia.

Por otra parte, ante las dificultades para ejercer las acciones de responsabilidad, por la falta de información y documentación probatoria necesaria, los tribunales paulatinamente optaron por trasladar la carga de la prueba a los administradores, en situaciones de conflicto de interés, siendo ellos los obligados a probar que la transacciones realizadas habían sido justas o beneficiosas para la sociedad⁶⁹². En este sentido, pasó a ser aplicada la regla jurisprudencial que prevé que si la transacción vinculada es aprobada por administradores no interesados, entonces la operación debe ser considerada válida, salvo que el demandante logre probar que no era adecuada a los intereses de la sociedad; mientras que si dicha transacción es aprobada solamente por administradores interesados, debe ser considerada inválida salvo que el administrador logre probar que resulta adecuada a los intereses de la sociedad (inversión de la carga de la prueba)⁶⁹³. Esta regla jurisprudencial gozó de gran relevancia práctica ya que indujo a que las sociedades procuraran evitar las transacciones aprobadas por administradores afectados por conflicto de interés y, en función de ello, tendieran a designar a un mayor número de administradores independientes (práctica, considerada por los expertos actuales, de buen gobierno corporativo).

A partir de la segunda mitad del siglo XX, la trascendencia adjudicada a los deberes fiduciarios como mecanismo idóneo para mejorar el gobierno de las grandes sociedades cotizadas fue incrementándose hasta convertirse en uno de los instrumentos de gobierno corporativo más promocionados por

⁶⁹¹ Véase, entre otros casos citados por MCMURRAY, M., “An historical perspective...” cit., p. 624: Caso *Pepper v. Litton*, de 1939; Caso *Raines v. Toney*, de 1958.

⁶⁹² Véanse, en este sentido, las siguientes referencias jurisprudenciales: Caso *Geddes v. Anaconda Copper Mining Co.*, de 1921; Caso *Backus v. Finklestein*, de 1924; Caso *Popperman v. Rest Haven Cemetery, Inc.*, de 1961.

⁶⁹³ Cfr.: BLACK, B., “The principal fiduciary duties of board of directors”, cit., p. 3.

el movimiento de *corporate governance* de última generación⁶⁹⁴. Este fenómeno determinó que, en primera instancia, tanto el *soft Law* norteamericano (señaladamente los *Principles of Corporate Governance* del *American Law Institute*) como el europeo (por el que se publicó una cantidad significativa de informes y códigos de buenas prácticas de gobierno corporativo) dedicaran especial atención a la cuestión⁶⁹⁵ y que sus propuestas fueran recogidas por la normativa interna de grandes sociedades y, que en una segunda instancia, varios países optaran por articular en su derecho positivo, diversas reglas derivadas de los deberes fiduciarios generales de los administradores de sus sociedades de capital.

⁶⁹⁴ Cfr.: PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., p. 12.

⁶⁹⁵ Según explica GUERRA MARTÍN, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses...*, cit., pp. 338-339, el debilitamiento de los mecanismos externos de supervisión de los administradores (fundamentalmente a través de las OPAs) y el paralelo crecimiento de la influencia de los inversores institucionales en el seno de las sociedades, incentivó, a partir de la última década del siglo XX, la promoción de los mecanismos internos de control en los que se cuentan la imposición a los administradores de deberes fiduciarios, *estándar* de conducta respecto del modo en que los administradores deben cumplir sus funciones.

2. ARTICULACIÓN NORMATIVA DEL FENÓMENO JURÍDICO

La evolución jurisprudencial de la teoría jurídica de los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades de capital, desarrollada principalmente en el ámbito anglosajón -evolución que no puede considerarse acabada en la actualidad, sino en permanente avance-, habría conformado un complejo acervo normativo recogido por el movimiento de *corporate governance* en sus primeras recomendaciones, plasmado por los diferentes códigos de buen gobierno publicados en diferentes países y por las normas de Derecho positivo que, en los últimos años, han pasado a integrar la legislación societaria de varios estados miembros de la UE.

Ciertamente, la articulación positiva de dicho conjunto de normas en códigos y en leyes positivas, tendría la desventaja –aún en el caso de que sean consideradas enteramente dispositivas- de entorpecer el desarrollo de la teoría jurídica de los deberes fiduciarios en cuanto incentivarían a los agentes económicos a recoger las soluciones normativas sin intentar idear soluciones que, seguramente, terminarían perfeccionando las buenas prácticas actuales, una vez generalizadas y aceptadas (costumbre mercantil). Sin embargo, lo cierto sería que el movimiento internacional de gobierno corporativo, favorable a la articulación normativa, ha contribuido decisivamente a la difusión y adopción, por parte de las grandes sociedades, de las normas derivadas de la teoría anglosajona de los *fiduciary duties*.

En el mencionado proceso de desarrollo normativo de los deberes fiduciarios, puede identificarse la sucesión de dos etapas diferenciadas. La primera de ellas, ocurrida, principalmente, a lo largo de las últimas décadas del siglo XX, se ha caracterizado por la consagración de los deberes fiduciarios en el *soft Law*, esto es, en los códigos e informes de buen gobierno corporativo que paulatinamente fueron publicándose, según diversas iniciativas, en los diferentes países en los que se introdujo el movimiento. La segunda habría comenzado luego de los escándalos financieros de los primeros años del siglo XXI y se caracteriza por considerar que el *soft Law* no resulta suficiente para asegurar el buen gobierno de las grandes sociedades⁶⁹⁶ y por sostener la trascendencia

⁶⁹⁶ Cfr.: QUIJANO GONZÁLEZ, J. y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios...”, cit., p. 917.

pública de las mismas. Tales premisas habrían llevado a la consagración legal, en varios países (como en el Caso de España, a través de la Ley de Transparencia de 2003), de los deberes fiduciarios generales (*standards*) y las reglas específicas de ellos derivadas (*rules*).

2.1. El desarrollo del *soft Law*

La cuestión de los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades de capital ha ocupado un lugar relevante en los esfuerzos del movimiento de *corporate governance*. Su definición y desarrollo, en efecto, han formado parte importante de diversas normas de *soft Law* (normas de origen formal no legal y, en principio, no vinculantes) dirigidas a promover la mejora del gobierno corporativo de las sociedades. Así, tanto en el ámbito internacional –donde destacan especialmente los Principios de gobierno corporativo de la OCDE- como nacional –donde proliferaron, con diferentes denominaciones, los códigos de buen gobierno corporativo-, se hizo el esfuerzo de articular normativamente los deberes de los administradores a través de normas generales y de una serie de reglas concretas derivadas de las primeras.

Corresponde señalar, en primer lugar, que varias de las normas de *soft Law* de gobierno corporativo, fundamentalmente en el ámbito europeo tras el paradigmático caso del Informe CADBURY inglés de 1992, han sido vinculadas, a través de diferentes mecanismos, al principio “cumplir o explicar” (*comply or explain*) para promover la influencia de las mismas, otorgándole a dichos documentos normativos un valor jurídico superior al que se adjudica normalmente a otras normas de *soft Law*. Como se advirtió anteriormente, la lógica detrás de este principio sería intentar lograr el delicado equilibrio entre, por un lado, la necesidad de garantizar la libertad empresarial de las sociedades y, por otro, la de asegurar que las empresas realmente reflexionen, conozcan el desarrollo y estado actual de la cuestión –reflejada en los códigos de buenas prácticas-, tomen una decisión al respecto y expliquen al mercado la posición adoptada (*disclosure*), a los efectos de que los diferentes agentes que participan de la actividad económica puedan tomar las decisiones de inversión que estimen más convenientes, considerando el grado de confianza que brinde la estructura corporativa de las diferentes sociedades.

2.1.1. EEUU

i) *Los Principles of Corporate Governance del AMERICAN LAW INSTITUTE*

El paulatino desarrollo jurisprudencial de los deberes fiduciarios en EEUU, anteriormente descrito, fue dando forma a una serie de principios normativos que, tras más de una década de trabajo de prestigiosos juristas entre los que destaca Melvin EISENBERG, *chief reporter* del documento, fueron sistematizados y desarrollados en las partes IV (*Duty of care and the business judgment rule*) y V (*Duty of fair dealing*) del volumen primero del trabajo denominado “*Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*” publicado en 1994 por el AMERICAN LAW INSTITUTE⁶⁹⁷, con el objetivo de orientar a los diferentes agentes del mercado en la regulación y evaluación de cumplimiento, de los deberes fiduciarios de los *directors, senior executives* e, incluso, *controlling shareholders* de las sociedades de capital norteamericanas.

- *Duty of Care*

Luego de dedicarse la Parte II de los *Principles* al objetivo que debe atribuirse a la sociedad (*the objective and conduct of the corporation*)⁶⁹⁸ y la Parte III a la organización estructural de las sociedades (*corporate structure*)⁶⁹⁹, teniendo en cuenta las conclusiones en ellas extraídas, en la Parte IV se analiza, en primer lugar, el deber de diligencia. Los principios normativos recogidos en dicho apartado de los *Principles* se derivan, como advierte el propio documento, no solo de la labor jurisprudencial sino también de las leyes que varios estados de la unión habían venido

⁶⁹⁷ AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance...*, cit., pp. 134 a 382.

⁶⁹⁸ AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance...*, cit., pp. 55 y ss., señalando, en esencia, que las *corporations* deben actuar con el fin de incrementar las ganancias de la sociedad (*enhancing corporate profit*) y el beneficio de sus socios (*shareholder gain*), sin perjuicio de: cumplir la ley en todo caso, poder tener en cuenta consideraciones éticas razonablemente adecuadas y de poder dedicar una cantidad de recursos razonables a fines de bienestar público, humanitarios, educativos y filantrópicos.

⁶⁹⁹ *Ibidem*, pp. 82 y ss.

promulgando en relación al deber de diligencia a partir de los primeros años de la segunda mitad del siglo XX⁷⁰⁰.

Según se advierte en el propio documento, la jurisprudencia norteamericana tendió a no aplicar con severidad los criterios derivados del deber de diligencia, considerando el riesgo de injusticia que implica hacer juicios *post hoc* acerca de la diligencia debida por administradores y ejecutivos. Los *Principles* reconocen, además, que la perspectiva dominante, iniciada por la legislación de Delaware⁷⁰¹ –desde 1985, tras el renombrado Caso *Smith v. Van Gorkom*– es que puede eliminarse o limitarse contractualmente la responsabilidad derivada del incumplimiento del deber de diligencia salvo casos de negligencia extrema. Se trataría de armonizar dos objetivos de política normativa: por un lado, la necesidad de establecer estándares de diligencia que mejoren la eficacia empresarial y, por otro lado, la necesidad de evitar que los administradores más calificados se vean incentivados a no asumir los cargos como consecuencia de los altos riesgos de penalizaciones desproporcionadas fuera de su control directo.

La formulación del deber de diligencia se encuentra definida en el apartado 4.01 de los *Principles*⁷⁰² donde se dispone que los administradores y ejecutivos tienen el deber de desempeñar su cargo de buena fe, de la manera que, razonablemente, entiendan en el mejor interés de la sociedad (*best interest of the corporation*) y con la diligencia con que razonablemente

⁷⁰⁰ *Ibidem*, p. 134. En efecto, a partir de la década de los setenta del siglo XX, según explica al respecto GUERRA MARTÍN, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses...*, cit., p. 422, los estados comenzaron a tipificar legalmente el deber de diligencia adoptando los modelos desarrollados por la jurisprudencia. Asimismo, formulaciones del deber de diligencia fueron también recogidos en la *Model Business Corporation Act* y en la posterior *Revised Model Business Corporation Act*, cuya noción es muy parecida a la propuesta en los *Principles* del AMERICAN LAW INSTITUTE. Sobre este último modelo normativo, véase D'AMBROSIO, T., "The duty of care and the duty of loyalty in the Revised Model Business Corporation Act", en *Vanderbilt L. Rev.*, vol. 40, 1987, pp., 663 y ss.

⁷⁰¹ Véase el art. 102.b.7 de la *Delaware General Corporation Law*.

⁷⁰² Véase: AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance...*, cit., pp. 138 y ss.

se esperaría que actúe una persona prudente (*ordinarily prudent person*)⁷⁰³ en posición y circunstancias similares, de acuerdo a la regla del “buen juicio empresarial” (*business judgment rule*), cuando resulte aplicable. El deber de diligencia implicaría, además, según los *Principles*, la realización de investigaciones previas a la decisión, de resultar necesario o conveniente (apartado 4.01.a.1), así como contar con el asesoramiento profesional adecuado (apartado 4.01.a.2).

Seguidamente, los *Principles* articulan la *Business Judgment Rule* (BJR), desarrollada, como se señaló anteriormente, por la jurisprudencia norteamericana, en función de tres condiciones básicas (apartado 4.01.c.): i) que el administrador no tenga interés propio en el objeto de decisión; ii) que se encuentre informado al respecto hasta el punto que razonablemente entienda apropiado, según las específicas circunstancias; iii) que razonablemente crea que su decisión es tomada en el mejor interés de la sociedad. Nótese que la formulación que de la BJR realizan los *Principles*, otorga gran discrecionalidad al administrador recurriendo repetidamente al modelo “racionalmente entienda” (*rationally believes*) incluso más discrecional que el término “*reasonable*” utilizado en otros principios de buen gobierno, en cuanto admitiría una mayor subjetividad. La formulación de la BJR propuesta se considera consistente con la interpretación de la mayor parte de las jurisdicciones norteamericanas y cada uno de sus elementos se encontraría respaldado por precedentes jurisprudenciales⁷⁰⁴.

- *Duty of fair dealing*

La parte V de los *Principles* del AMERICAN LAW INSTITUTE, por su parte, está dedicada a la articulación de una serie de principios y reglas específicas en torno al deber de lealtad de los administradores, deber que los *Principles* optan por denominar de “*fair dealing*” (juego limpio) queriendo

⁷⁰³ Renuncia el documento a *estándares* de prudencia superior como podría ser el del “empresario prudente”.

⁷⁰⁴ AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance...*, cit., p. 173.

con ello subrayar que reducirán el campo de análisis a los deberes relacionados con cuestiones de naturaleza económica⁷⁰⁵.

El objetivo del documento en éste ámbito, según se señala expresamente⁷⁰⁶, es establecer un mínimo número de reglas de conducta para los casos en que el administrador, el ejecutivo de la empresa o el accionista de control actúa en un asunto de la sociedad en el que guarda un interés personal. En tal sentido, las reglas expuestas por los *Principles* tendrían por objetivo incentivar a estos sujetos a que actúen justa o limpiamente (*act fairly*) “ante la sociedad y todos sus accionistas”. Se establece, de este modo, una clara diferencia en la aplicación del deber de lealtad y el de diligencia: la presencia o no de “interés personal” en el objeto de decisión. Es decir, si hay interés personal se aplicaría el deber de *fair dealing*, si no lo hay, el *duty of care*⁷⁰⁷.

Los *Principles* reconocen la similitud entre la relación *director-corporation* y la relación *agent-principal*, *beneficiary-trustee* y *joint venture-partners*, y que tal circunstancia habría dado lugar al desarrollo de una serie de normas que regulan los conflictos de interés de todas las relaciones fiduciarias. Sin embargo, consideran necesario explicitar una serie de reglas propias o específicas de la relación administrador-sociedad.

El principio general (apartado 5.01 de los *Principles*) sería que los administradores, ejecutivos *senior* y los accionistas de control se encuentran vinculados al *duty of fair dealing* cuando tienen un interés personal en un asunto que afecta a la sociedad, y dicho deber se cumpliría en la medida en que se informe debidamente acerca de la situación (*disclosure*) y que, paralelamente, se cumplan las reglas específicas articuladas por los *Principles* (para administradores y ejecutivos: cap. 2 de la parte V) con

⁷⁰⁵ Cfr.: AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance...*, cit., pp. 199-200. Se considera que los tribunales también han utilizado el concepto de deber de lealtad (*duty of loyalty*) en contextos no pecuniarios.

⁷⁰⁶ *Ibidem*, p. 199.

⁷⁰⁷ Sin embargo, O'CONNOR, M., “How should we talk about fiduciary duty?...”, cit., p. 955, considera decepcionantes a los *Principles* del AMERICAN LAW INSTITUTE, justamente por no otorgar a los deberes fiduciarios el carácter ético que le había atribuido el *Common Law*.

relación a (i) los conflictos de interés surgidos en transacciones contractuales entre los administradores y la sociedad; (ii) las cuestiones relativas a compensaciones salariales y extra salariales; (iii) por el uso en beneficio personal de la posición en la sociedad; (iv) el uso personal de información societaria no-pública, privilegiada o de propiedad de la sociedad; (v) la apropiación de oportunidades de negocio de la sociedad, y (vi) las situaciones de competencia con la sociedad.

Así, por ejemplo, se establece que para que las transacciones administrador-sociedad respeten el *duty of fair dealing*, los administradores deben informar a la sociedad del conflicto de interés y, posteriormente, la transacción correspondiente realizarse con la debida autorización o ratificación societaria, por considerarse ajustada a los intereses de la sociedad (apartado 5.02.a)⁷⁰⁸; para que las compensaciones cumplan con el *fair dealing* deben ser justas para la sociedad y aprobadas, o bien, autorizadas o ratificadas, por administradores desinteresados cumpliendo la *business judgment rule* (apartado 5.03.a); para que el aprovechamiento de las oportunidades de negocio de la sociedad no constituya una violación del deber de *fair dealing*, el administrador debe, en primer lugar, ofrecer la oportunidad de negocio a la sociedad e informar acerca del conflicto de interés y de la oportunidad de negocio para la sociedad, luego, la oportunidad de negocio debe ser rechazada por la sociedad y, finalmente, darse alguna de las siguientes tres condiciones: i) que el rechazo de la oportunidad de negocio sea beneficioso para la sociedad; ii) que el rechazo sea concretado por directores no interesados cumpliendo los estándares de la *business judgment rule*, o iii) que el rechazo sea autorizado o ratificado por accionistas desinteresados y no sea equivalente al desperdicio de bienes de la sociedad (apartado 5.05.a).

ii) *Key Agreed Principles de la NACD*

Otro reciente documento de *soft Law* que merece ser destacado, en el ámbito norteamericano, es el publicado en octubre de 2008 por la NACD (*National Association of Corporate Directors*), llamado *Key Agreed*

⁷⁰⁸ Una descripción y análisis crítico de la Sección 5.02 de los *Principles* puede encontrarse en O'CONNOR, M., "How should we talk about fiduciary duty?...", cit., p. 956 y ss.

Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies, en el que desde su introducción se reconoce que la eficacia del órgano de administración para lograr creación de valor de la sociedad, pasa en gran medida por la comprensión del rol fiduciario de los administradores y los principios básicos de su posición para cumplir sus deberes de diligencia, lealtad y buena fe, para lo que deben demostrar su compromiso, de tiempo y atención, para cumplir con sus obligaciones fiduciarias. Asimismo, el documento hace especial referencia a la necesidad de diseñar estructuras de gobierno corporativo que promuevan una cultura empresarial de integridad, ética y responsabilidad social corporativa (apartado VI).

2.1.2. Reino Unido

El Informe CADBURY (*“The financial aspects of corporate governance”*), publicado en Londres el 1 de diciembre de 1992, que como se advirtió anteriormente, destaca por haber sido el primer documento de *soft Law* relativo al gobierno corporativo, tanto en el ámbito británico como continental europeo, no dedica atención explícita a los deberes fiduciarios de los administradores. Sin perjuicio de ello, se refiere a la necesidad de respetar ciertos principios como los de transparencia en la información (*disclosure*) e integridad (apartado 3.2), indirectamente relacionados con la relación fiduciaria que vincula a los administradores con la sociedad, y describe la labor de los diferentes sujetos que participan en la sociedad como, por ejemplo, la de los miembros no ejecutivos del *board of directors*, donde advierte que los administradores deben actuar con cuidado (*carefully*⁷⁰⁹) y ayudar a solucionar las situaciones de conflictos de interés⁷¹⁰.

El Informe GREENBURY publicado en 1995, tampoco trató directamente la cuestión de los deberes fiduciarios, limitándose a tratar la cuestión de la remuneración de los administradores. El Informe HAMPEL de 1998 –cuyo propósito fue reunir y desarrollar los principios establecidos en los dos códigos anteriores–, en cambio, estableció explícitamente que los deberes básicos de los administradores son “actuar de buena fe, con la

⁷⁰⁹ Apartado 4.5 del Informe

⁷¹⁰ Apartado 4.6 del Informe

debida diligencia y pericia en interés de la sociedad y para el fin propio de la misma”⁷¹¹. Asimismo, advirtió que estos deberes derivan del *Common Law*; que resultan aplicables por igual a todos los administradores, y que se deben a la sociedad, entendida, en general, como conjunto de los accionistas, presentes y futuros.

Posteriormente, en julio de 2003 se publicó el *Combined Code on corporate Governance*, que vino a sustituir al Informe HAMPEL recogiendo las aportaciones de otros importantes Informes publicados entre 1998 y 2003 (principalmente los Informes HIGGS y SMITH). Dicho *Combined Code* fue actualizado sucesivamente en los años posteriores, habiéndose publicado la última versión del mismo en junio de 2010, con el nombre “*The UK Corporate Governance Code*”, constituyendo la referencia actual del buen gobierno corporativo de las sociedades de capital británicas. Pues bien, el punto primero de la primera parte de dicho documento señala que el propósito del gobierno corporativo es facilitar una eficaz, profesional y prudente administración (*effective, entrepreneurial and prudent management*) que sea capaz de llevar al éxito de la sociedad a largo plazo (*long-term success of the company*). Además, establece que la función del código (punto 6 del Prefacio) sería asistir al órgano de administración en el cumplimiento de sus deberes en el mejor interés de la sociedad.

El *UK Corporate Governance Code* se centra, fundamentalmente, en la articulación de los principios generales del gobierno corporativo (liderazgo, eficacia –del cual podrían derivarse indirectamente los deberes fiduciarios–, rendición de cuentas, remuneración suficiente y diálogo con accionistas) como alternativa al *rule-based system*. Entre ellos, subraya la importancia de la *disclosure* (transparencia) y, en función de ella, del principio normativo “cumplir o explicar”. Por su parte, al desarrollar el principio de liderazgo (*leadership*), afirma que cada administrador debe actuar de acuerdo a lo que considere adecuado al mejor interés de la sociedad, cumpliendo sus deberes legales, remitiéndose expresamente a lo establecido, respecto a los deberes, en los arts. 170 a 177 de la *Companies*

⁷¹¹ Señala textualmente el apartado 3.2 del Informe: “*The basic legal duties of directors are to act in good faith in the interests of the company and for a proper purpose; and to exercise care and skill*”.

Act, de 2006, en la que se desarrollan específicamente los deberes fiduciarios.

Por otra parte, al explicar el principio de eficacia (*effectiveness*), se advierte que el órgano de administración debe gozar del adecuado balance entre habilidad profesional, experiencia, independencia y conocimiento de la sociedad (“*skills, experience, independence and knowledge of the company*”), condiciones que, en cierto modo, implicarían los deberes de diligencia y lealtad. Sin embargo, el hecho de que tales deberes ya se encuentren legalmente regulados habría hecho menos atractivo su desarrollo explícito por parte del *soft Law* británico.

2.1.3. Alemania

Con relación a los deberes fiduciarios, la sección III.5 del primer documento relevante de *soft Law* alemán (“Código alemán de gobierno corporativo” publicado en el año 2000 por *Berliner Initiativkreis*, bajo la dirección del destacado jurista Axel WERDER), referido a la conducta personal de los administradores (*Persönliches Verhalten*) señalaba que los miembros del órgano de administración deben actuar con lealtad a la compañía, evitando perseguir su interés propio en conflicto con el de la compañía (*sie dürfen keine eigenen interessen verfolgen, welche im Widerspruch zu den Interessen des Unternehmens stehen*), lo que implicaba, entre otras obligaciones, no aprovechar las oportunidades de negocio de la sociedad y comunicar a la sociedad su participación en órganos de administración de otras sociedades a los efectos de que se evalúe el posible conflicto de interés⁷¹².

Posteriormente, la primera versión del *Deutscher Corporate Governance Kodex* (también conocido como Código CROMME), publicada el 26 de febrero de 2002, incorporó una sección dirigida a regular los conflictos de interés de los administradores (*Interessenkonflikte*)⁷¹³ describiendo una serie de obligaciones derivadas del deber de lealtad a la compañía.

⁷¹² Al respecto, véase: HOMMELHOFF, P., “Corporate governance: directors’ duties...”, cit., pp. 268 y ss.

⁷¹³ Véase el apartado 4.3 del Código CROMME de 2002.

Sin perjuicio del proceso de actualización periódica al que fue sometido el *Kodex* alemán en los años siguientes, la última versión del mismo, publicada en mayo de 2010, mantuvo básicamente la misma estructura que la original. En efecto, el mismo apartado 4.3 del *Kodex* 2010, dedicado a la regulación de los conflictos de interés de los miembros del órgano de administración, establece que los miembros del consejo de administración están sometidos a una estricta obligación de no competir con la sociedad (*umfassenden Wettbewerbsverbot*); de no aceptar, con ocasión de su cargo (*im Zusammenhang mit ihrer*), pagos o concesión de ventajas particulares (*dritten Zuwendungen oder sonstige Vorteile*) de terceras personas; de no perseguir sus intereses particulares en sus decisiones (*bei seinen Entscheidungen persönliche Interessen verfolgen*); de no usar las oportunidades de negocio de la sociedad en beneficio propio (*Geschäftschancen, die dem Unternehmen zustehen, für sich nutzen*); de informar acerca de los conflictos de interés en los que se encuentre al órgano de vigilancia y a los demás miembros del órgano de administración de la sociedad (*Interessenkonflikte dem Aufsichtsrat gegenüber unverzüglich offen legen und die anderen Vorstandsmitglieder hierüber informieren*) a los efectos de que pueda resolverse adecuadamente la aprobación o no de las transacciones de la sociedad con sus administradores o personas a ellos vinculadas⁷¹⁴.

2.1.4. Francia

Los primeros documentos relevantes de *soft Law* franceses fueron los denominados Informes VIENOT I (1995) y VIENOT II (1999), y el Informe BOUTON (2002), consolidados y actualizados sucesivamente por la *Association Française des Entreprises Privées* (AFEP) y por el *Mouvement des Entreprises de France* (MEDEF), siendo publicada la última versión en diciembre de 2008 con el título *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*.

⁷¹⁴ El apartado 5.5 del *Kodex*, por su parte, regula de forma similar los conflictos de interés de los miembros del órgano de vigilancia –propio del régimen dualista alemán–

El apartado 6 del documento se refiere a los miembros del órgano de administración, estableciendo que los administradores deben ser honestos, competentes, capaces de entender el funcionamiento de la sociedad (*intègres, compétents, comprenant le fonctionnement de l'entreprise*) y actuar en beneficio del mejor interés de todos los accionistas (*l'intérêt de tous les actionnaires*).

Respecto al desarrollo concreto de los deberes fiduciarios, el apartado 17 del *Code*, bajo el título *La déontologie de l'administrateur*, recoge un listado de deberes derivados de la calidad de miembro del órgano de administración. Entre ellos establece: i) tomar conocimiento previo a la aceptación del cargo de las características, funcionamiento y normativa que afecta a la sociedad; ii) aunque sea accionista, representar los intereses de todos los accionistas y actuar, en todo caso, en el mejor interés de la sociedad (*l'intérêt social de l'entreprise*); iii) comunicar al órgano de administración cualquier situación de conflicto de interés, actual o potencial, y abstenerse de participar en las deliberaciones relativa a ellas; iv) dedicar a sus tareas el tiempo y atención necesaria; v) asistir y participar activamente en las reuniones de los órganos de que forme parte, así como asistir a las juntas de accionistas; vi) obtener la información relevante para la adopción de decisiones; vii) mantener la confidencialidad de la información no-pública obtenida por razón de su cargo; viii) abstenerse de intervenir en transacciones vinculadas a instrumentos financieros de la sociedad de los cuales goza de información aún no publicada e informar acerca de las transacciones realizadas vinculadas a valores de la sociedad.

El apartado 22 del *Code* (*La mise en oeuvre des préconisations*), por su parte, consagra el principio “cumplir o explicar” (considerada, por el propio código, *la règle fondamentale de gouvernement d'entreprise*), estableciendo que las sociedades deben explicar (en el informe anual, por ejemplo) las razones por las cuales cualquiera de las recomendaciones del *Code* no han sido implementadas (*explicitement, le cas échéant, les raisons pour lesquelles elles n'auraient pas mis en oeuvre certaines d'entre elles*). Complementariamente, se establece que la AFEP y el MEDEF se ocuparán de analizar las explicaciones informadas por las sociedades y, de no estimarlas suficientes, se pondrán en contacto con *les dirigeants* de las mismas para que solucionen la deficiencia.

Más recientemente, en enero de 2011, la *Association Française de la Gestion Financière* (AFG), publicó las *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*, donde se reconoce la necesidad de que los administradores actúen con eficiencia y eviten situaciones de conflicto de interés (apartado II.B), así como la necesidad de transparencia en las remuneraciones de los administradores (apartado II.C).

2.1.5. Italia

El *soft Law* italiano en el ámbito del gobierno corporativo ha sido impulsado fundamentalmente por la *Borsa Italiana S.A.* Después de la publicación del denominado Código PREDa, en 1999, se publicó el *Codice de autodisciplina delle società*, de 2002, luego actualizado en 2006 y ligeramente modificado –en materia de remuneración de los administradores- en marzo 2010⁷¹⁵.

El principio introductorio del *Codice* consagra la voluntariedad de cumplimiento de las disposiciones del mismo (*L'adesione al presente Codice di Autodisciplina è volontaria*), sin perjuicio de instar a explicar (principio “cumplir o explicar”) las razones por las cuales se resuelva no adoptar alguna de las recomendaciones (*fornisce adeguate informazioni in merito ai motivi della mancata o parziale applicazione*).

Con relación a la regulación de los deberes fiduciarios de los administradores, algunos de los principios descritos por el *Codice* incluyen el desarrollo de los deberes de diligencia y lealtad. Así, el apartado 1.P.2 prevé que los administradores deben actuar autónoma e informadamente (*con cognizione di causa ed in autonomia*), con la prioridad de crear valor para los accionistas (*creazione di valore per gli azionisti*). Al desarrollar este principio, el apartado 1.C.2., explica que al aceptar el cargo, el administrador debe asegurarse de estar en condiciones de dedicar el tiempo necesario para realizar diligentemente sus tareas (*poter dedicare allo svolgimento diligente dei loro compiti il tempo necessario*) y el apartado

⁷¹⁵ Todos estos documentos pueden encontrarse en la *web* de la Bolsa Italiana: www.borsaitaliana.it, así como en la *web* del EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE: http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php.

1.C.4 regula las situaciones de competencia con la sociedad. Por su parte, el apartado 4.P.1, se refiere a la obligación de secreto respecto de los documentos e información adquirida con motivo del desarrollo de su actividad como directores (*mantenere riservati i documenti e le informazioni acquisiti nello svolgimento dei loro compiti*).

Finalmente, el apartado 9.P.1, regula las transacciones con partes relacionadas y los conflictos de interés, estableciendo que el órgano de administración debe adoptar las medidas necesarias para asegurar que las transacciones en que un administrador tiene un interés personal y las transacciones realizadas con partes vinculadas, son realizadas de forma transparente y cumplen con el criterio de equidad –formal y sustancial- para la sociedad (*modo trasparente e rispettando criteri di correttezza sostanziale e procedurale*), remitiéndose, en lo sustancial, a la regulación legal de los conflictos de interés (arts. 2391 y 2391 bis CCit).

2.1.6. España

i) *Informe del Círculo de Empresarios*

El *soft Law* español reconoció, por primera vez, la trascendencia de los deberes fiduciarios de los administradores como instrumento de buen gobierno corporativo en el Informe del Círculo de Empresarios publicado en 1996. En dicho documento se advertía que la norma legal que regulaba los deberes, que establecía simplemente que los administradores “desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal” (art. 127 LSA) resultaba “insuficiente e imprecisa”, por lo que enumeraba una serie de obligaciones mínimas exigibles a los consejeros: i) orientar su actuación al “interés general de la sociedad que es el de todos los accionistas” antes que al propio; ii) servir con lealtad a la empresa, con objetividad e independencia; iii) informar al consejo cualquier situación en la que podría existir conflicto de intereses y abstenerse de participar en la discusión en torno a ella; iv) dedicar el tiempo y atención necesarias a su función asistiendo a las reuniones correspondientes; v) informarse debidamente para tomar las decisiones; y v) mantener reserva de la información de la sociedad.

La propuesta del Círculo de Empresarios, si bien no gozó de fuerza vinculante alguna sobre los agentes del mercado, destaca por su capacidad de recoger con bastante precisión el desarrollo de la teoría de los deberes en el ámbito anglosajón, por lo que constituyó un útil antecedente para los documentos que luego se publicarían y gozarían de mayor repercusión.

ii) *Informe OLIVENCIA*

En efecto, dos años después se publicó, por encargo del gobierno, el denominado Informe OLIVENCIA⁷¹⁶, cuyo apartado 8 de la parte II está dedicado explícitamente a los deberes fiduciarios de los administradores⁷¹⁷. En síntesis, propone la incorporación al ámbito español de gran parte de las normas derivadas de los *fiduciary duties*, de tradición anglosajona. Advierte que el carácter “abstracto y genérico” del entonces art. 127 LSA haría recomendable que la normativa interna de las sociedades desarrolle las principales obligaciones derivadas de los deberes de diligencia y lealtad, con el objetivo de que los administradores tomen conciencia de las obligaciones que contraen, así como para facilitar la evaluación de su cumplimiento (apartado 8.1)⁷¹⁸.

Del deber de diligencia, señala el apartado 8.1 del Informe OLIVENCIA, se derivarían, entre otras, la obligación de i) informarse y preparar adecuadamente las reuniones correspondientes; ii) asistir y participar activamente en las reuniones; iii) realizar cualquier otra actuación que le encomiende el Consejo; iv) comunicar irregularidades; y v) vigilar las situaciones de riesgo.

⁷¹⁶ “El gobierno de las sociedades cotizadas”, publicado en Madrid, el 26 de febrero de 1998, por la “Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades”.

⁷¹⁷ Además, las recomendaciones del Código (Parte III), establecen explícitamente la conveniencia de que la normativa interna de la sociedad detalle las obligaciones derivadas de los deberes de diligencia y lealtad (Recomendación nº 16) y de que el Consejo promueva la adopción de medidas dirigidas a extender los deberes a los accionistas significativos (Recomendación nº 17).

⁷¹⁸ Véase: QUIJANO GONZÁLEZ, J. y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios...”, cit., p. 918.

Respecto del deber de lealtad, el apartado 8.2 del Informe OLIVENCIA trata los conflictos de intereses, cuestión que considera tradicionalmente descuidada por la práctica societaria española y que, sin embargo, entiende esencial para fomentar el buen gobierno de las sociedades cotizadas. En tal sentido, encuentra necesario establecer, al respecto, dos reglas fundamentales: i) que el administrador se abstenga de intervenir en las deliberaciones de los asuntos en los que tenga un interés personal, y ii) que se tenga el máximo de cautela en la admisión de transacciones entre el administrador y la sociedad. Adicionalmente, recomienda que la normativa interna de las sociedades prevea la obligación de comunicación previa de la situación de conflicto de interés, así como mecanismos de control dirigidos a garantizar el interés social en este tipo de operaciones.

Por su parte, el apartado 8.3 se refiere al deber de discreción (secreto) y pasividad (no usar la información privilegiada para fines privados). En conexión con el anterior, el apartado 8.4, advierte de la necesidad de que las sociedades regulen internamente la cuestión de la utilización por los administradores de los activos de la sociedad, para impedir que sean utilizados para fines privados, y el tema del aprovechamiento personal de las “oportunidades de negocio” de la sociedad.

El deber de lealtad implicaría también para el Informe OLIVENCIA (apartado 8.5) la obligación de comunicar “cualquier hecho, situación o vínculo relevante para su leal actuación como administrador”, disposición que también se recomienda incluir en los reglamentos internos de la sociedad, sin perjuicio de lo establecido en la legislación relativa al mercado de valores.

Finalmente, las características propias de la estructura de capital de las sociedades cotizadas españolas, en las que se produce una significativa concentración de capital en manos de pocos accionistas, hacen necesaria, según el Informe OLIVENCIA (apartado 8.6), la adopción de medidas dirigidas a reducir el riesgo de abuso de la posición ventajosa en que se encuentran dichos accionistas significativos. En este sentido, recomienda que se establezcan internamente deberes para estos accionistas, similares a los establecidos para los administradores.

iii) Informe ALDAMA

Sin perjuicio del reconocimiento que en el mercado obtuvo la aplicación del Código OLIVENCIA, los escándalos financieros ocurridos en los primeros años del siglo XXI (en particular el caso de ENRON Corporation, en EEUU) tuvieron un efecto desestabilizador del gobierno corporativo en todo el mundo, ocasionando que muchos países se replanteen los principios normativos que deben regir el buen gobierno de las sociedades, en general, y de los deberes fiduciarios, en particular. España no fue una excepción en este proceso y, por mandato del Consejo de Ministros del gobierno, del 19 de julio de 2002, se constituyó una comisión especial para el estudio de los criterios y pautas a los que deberían someterse las sociedades cotizadas, para aumentar la transparencia y seguridad de los mercados. Los trabajos de dicha comisión especial tuvieron como resultado la publicación, en enero de 2003, del denominado Informe ALDAMA, en honor al presidente de la comisión, Enrique de ALDAMA Y MIÑÓN⁷¹⁹. Dicho informe dedica sus secciones II y III a los deberes fiduciarios de los administradores.

Corresponde subrayar en primer lugar que según señala explícitamente el Informe (apartado I.6), su objetivo es encontrar el equilibrio entre la necesaria protección legal del derecho de propiedad de los accionistas y la mayor autorregulación posible (libertad contractual). Del principio de libertad, así entendido (de los accionistas y de la sociedad), en efecto, se derivarían los principios de transparencia, lealtad y diligencia.

La sección II aborda el deber de informar (*disclosure*) derivado del principio de transparencia. Considerando que la información sería la “piedra angular” sobre la que descansa el sistema de precios propio del mercado de capitales, el Informe señala que el principio de transparencia debe erigirse en el principio fundamental de la regulación (apartado II.1). A este respecto recomienda que se adopten medidas para mejorar la información relativa al

⁷¹⁹ “Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas”, publicado el 8 de enero de 2003.

gobierno corporativo de las sociedades, estableciendo obligaciones de transparencia⁷²⁰ e información⁷²¹.

Seguidamente, la sección III del Informe ALDAMA, hace referencia al “principio de seguridad” (apartado III.1) dirigido a lograr que los inversores gocen de cierto grado de garantías de que el beneficio de la sociedad se distribuya adecuadamente, principio que inspiraría la regulación de los conflictos de intereses. En este sentido reconoce el mérito del Informe OLIVENCIA al señalar la importancia de las reglas derivadas del deber de lealtad establecidas en el mismo, pero entiende necesario completar sus indicaciones, incorporando las mismas a la legislación societaria⁷²². He aquí la gran divergencia en la política normativa recomendada entre el Informe OLIVENCIA y el Informe ALDAMA. Para el último, la autorregulación resultaría insuficiente “cuando se trata de afrontar situaciones de conflictos de interés grave”, por lo que sería necesario el desarrollo legal “ordenado de los supuestos y del régimen de responsabilidad de los administradores por infracción del deber de lealtad”⁷²³.

Desde esta perspectiva, el Informe ALDAMA dedica su apartado III.2 a lo que, considera, debería contener la regulación legal de los deberes

⁷²⁰ Este tipo de imposiciones resultaría deseable en cuanto proporcionaría información sobre las dimensiones de la empresa, facilitaría la función disciplinaria de los mercados y, al mismo tiempo, constituirían medidas “poco agresivas” de la libertad empresarial.

⁷²¹ Entre las obligaciones de información, se recomienda el establecimiento del deber de informar respecto a: i) la estructura de propiedad de la sociedad; ii) la estructura de su administración; iii) las operaciones vinculadas e intragrupo; iv) los sistemas de control de riesgo empleados; v) el funcionamiento de la Junta de accionistas.

⁷²² Véase: QUIJANO GONZÁLEZ, J. y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios...”, cit., p. 920.

⁷²³ Cabe señalar que, sin perjuicio de lo establecido, en la sección VI.1 del mismo Informe se matiza significativamente la posición señalando que las recomendaciones del informe están dirigidas, en primer lugar, a las propias empresas objeto del informe, destacando la importancia del principio de autorregulación (y del derecho constitucional de libre empresa) para “abordar mejor” los problemas que plantea el gobierno corporativo de sociedades cada vez más complejas. Lo afirmado en esta sección, sin embargo, resultaría en principio incompatible con la regulación imperativa que se propone en las secciones anteriores y con el apartado siguiente que afirma que el principio de autorregulación no impediría la regulación imperativa de algunas de sus recomendaciones.

fiduciarios. En primer lugar, se advierte que la legislación española adolece de un adecuado tratamiento de la deslealtad en la medida en que tradicionalmente el régimen de responsabilidad de los administradores se habría basado fundamentalmente en la negligencia. En tal sentido entiende recomendable la articulación legal de las reglas derivadas del deber de lealtad. Para ello, sería necesario, primariamente, separar claramente el aspecto de “creación de valor” del de “distribución de dicho valor” para distinguir, en función de ello, el deber de diligencia del deber de lealtad. Acto seguido, sostiene el Informe que el sistema legal debería castigar con el debido rigor las infracciones del deber de lealtad (distribución del valor) sin menoscabo del deber de diligencia (creación de valor).

Posteriormente, se afirma que el establecimiento legal de las normas concretas derivadas del deber de lealtad tendría la virtud de contribuir a su cumplimiento y, llegado el caso, a la adecuada verificación de su incumplimiento –facilitando la labor de los jueces-. Asimismo, constituiría un adecuado instrumento para orientar y facilitar –ante presiones indebidas- la actuación de los administradores y, además, contribuiría a la creación de una “cultura corporativa adecuada”⁷²⁴. Finalmente, el apartado III.2.4 del Informe ALDAMA se refiere al deber de diligencia señalando que los administradores deben desempeñar su cargo “de buena fe y con la diligencia necesaria para la consecución de los intereses sociales”, lo que implicaría la participación activa de los administradores en las reuniones del Consejo y de las comisiones de que forme parte⁷²⁵.

⁷²⁴ Posteriormente, el Informe ALDAMA establece un detalle de las obligaciones mínimas que deberían considerarse derivadas del deber de lealtad: i) evitar y comunicar los conflictos de interés, ii) no desempeñar cargos en empresas competidoras, iii) no utilizar privadamente información no pública de la sociedad, iv) no usar indebidamente los activos de la sociedad, v) no aprovecharse de las oportunidades de negocio de la sociedad, vi) secreto, vii) abstenerse de participar en deliberaciones en las que tenga interés personal, viii) notificar a la sociedad los cambios en su situación profesional susceptibles de conflictos de interés, ix) informar acerca de la participación en el capital social y x) informar acerca de las acciones judiciales o de cualquier otro tipo que pudieran afectar la reputación de la sociedad.

⁷²⁵ En todo caso, afirma el Informe, el deber de diligencia debería incluir: i) dedicación de tiempo y esfuerzo, informarse debidamente y recabar la asistencia que considere oportuna, ii) participar activamente en el Consejo y comisiones de que forme parte, iii) oponerse a los acuerdos contrarios a la ley, los estatutos o el interés social, iv) instar la convocatoria del Consejo cuando lo entienda conveniente, v) solicitar la información extra que estime

La consecuencia inmediata del Informe ALDAMA, meses después, fue la promulgación de la Ley de Transparencia, que modificó sensiblemente la legislación societaria española de los deberes fiduciarios de los administradores, incluyendo entre otras cuestiones, un catálogo de obligaciones derivadas de los deberes generales de diligencia y lealtad.

iv) *Guía de principios de buen gobierno corporativo de la Fundación de Estudios Financieros*

El mismo año 2003, la Fundación de Estudios Financieros española, publicó una “Guía de principios de buen gobierno corporativo, transparencia informativa y conflictos de interés en las sociedades cotizadas” en la que se dedica un apartado a los deberes fiduciarios de los administradores (apartado III.E), en términos muy similares a los previstos en el Informe ALDAMA.

La primera parte del mencionado apartado del documento se refiere al deber de lealtad y fidelidad “para con la sociedad”. De este deber de derivarían las obligaciones de guardar secreto, de hacer lo posible por evitar los conflictos de interés, de no competir con la sociedad, de abstenerse en las deliberaciones en las que tenga interés particular, de no utilizar para fines privados información u otros activos de la sociedad, de no aprovecharse de las oportunidades de negocio de la sociedad, de notificar a la sociedad los cambios significativos en su situación profesional, de informar acerca de su participación en el capital social y de informar a la sociedad de las acciones judiciales o de otra índole que pudieran afectar su reputación. Dichas obligaciones, sin embargo, podrían ser excepcionalmente eximidas al administrador, siempre que éste comunique a la sociedad las circunstancias del caso, se realice un procedimiento que asegure la independencia del órgano que otorga la dispensa, se asegure la transparencia de la operación y que la misma es equitativa.

conveniente para lograr un juicio objetivo e independiente sobre el funcionamiento de la sociedad.

La segunda parte del documento desarrolla el deber de diligencia, señalando que el administrador debe dedicar a su función el tiempo y esfuerzo necesarios, participar activamente en las reuniones del órgano de administración así como de las comisiones de que forme parte instando a los demás miembros a que actúen en defensa del interés social, oponerse a los acuerdos contrarios a la Ley, los Estatutos o el interés social e instar la convocatoria de reuniones del órgano de administración cuando lo estime pertinente.

2.1.7. Documentos de soft law publicados por iniciativa de organizaciones internacionales

i) Principios de gobierno corporativo de la OCDE

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) publicó en el año 2004 una actualización de sus “Principios de Gobierno Corporativo”, publicados originariamente en 1999, con el objetivo de convertirse en referencia y fuente de inspiración normativa de los agentes vinculados al movimiento de *corporate governance*. Con relación específica a los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades, el literal A del Principio VI del documento publicado por la OCDE, prevé que los miembros del consejo “deben actuar disponiendo siempre de la información más completa, de buena fe, con la diligencia y atención debidas y en el más alto interés de la sociedad y de los accionistas”. Luego, al comentar este principio el propio documento (apartado VI de la parte II del documento) señala que su objetivo sería consagrar los dos elementos claves de la relación fiduciaria de los administradores: el deber de diligencia y el deber de lealtad.

ii) ICGN Global Corporate Governance Principles

Por su parte, la *International Corporate Governance Network* (ICGN), publicó en el año 2009 una edición revisada de sus *Global Corporate Governance Principles*, en la que describe la relación fiduciaria de los administradores de sociedades, así como las principales obligaciones derivadas del cargo en el *Corporate Board* (apartado 2). Los administradores, afirma el documento, serían “fiduciarios” que deben

actuar, con diligencia, en el mejor interés de la sociedad y de sus accionistas (apartado 2.1), debiendo dar cuenta al cuerpo de accionistas como un todo (*are accountable to shareholder body as a whole*). Para ello, los miembros del órgano de administración deben contar con un mínimo de formación y experiencia (apartado 2.4.1), deben poder dedicar el tiempo necesario para desarrollar eficazmente su función (apartado 2.4.2), estar en condiciones de juzgar con independencia (apartado 2.4.3), e informarse y conocer a fondo las circunstancias en las que se encuentra la sociedad (apartado 2.8).

Respecto al deber de lealtad, el apartado 2.11 de los *ICGN Principles* se refiere a las transacciones con sujetos relacionados y a los conflictos de interés, señalando que las sociedades deberían contar con un *committee* de administradores independientes encargado de revisar las transacciones con sujetos relacionados para determinar si fueron hechas en el mejor interés de la sociedad. Por otra parte, afirman que los administradores que tengan interés personal en cuestiones bajo consideración del órgano de administración deben abstenerse de participar en las discusiones en torno a ellas y, además, ser especialmente cuidadosos al evitar las situaciones en las que podría haber, incluso, apariencia de conflicto de interés. Asimismo, establecen la obligación de los administradores de promover una cultura de integridad empresarial (*culture of integrity*) que alcance a todos los aspectos de la sociedad (apartado 3.2) a través, entre otras iniciativas, del desarrollo de un código ético que refleje los valores de la empresa (apartado 3.3).

iii) Informe WINTER

Sin perjuicio de que el Informe WINTER, publicado por iniciativa de la Comisión Europea en noviembre de 2002, es partidario de que cada estado miembro de la UE desarrolle sus propias normas de gobierno corporativo⁷²⁶, es posible identificar en el mismo alguna referencia a la cuestión de los deberes fiduciarios, cuando aborda temas como el de la función de los administradores no ejecutivos (apartado III.10), considerados un instrumento fundamental para evitar los potenciales conflictos de interés (deber de lealtad), o el de remuneración de administradores (apartado

⁷²⁶ En efecto, se limita a recomendar que cada estado establezca un Documento de *soft law* de referencia, sometido al principio “cumplir o explicar”, para facilitar y promocionar la coordinación de las normas en cada uno de ellos (apartado III. 16)

III.11), cuya política recomienda que sea publicada en detalle (deber de transparencia).

2.2. Articulación legal de los deberes fiduciarios en el derecho positivo

2.2.1. EEUU

i) Model Business Corporation Act

Como se adelantaba anteriormente, sin perjuicio del desarrollo predominantemente jurisprudencial del derecho de los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades, al momento de la publicación de los *Principles of Corporate Governance* del AMERICAN LAW INSTITUTE, se constataba que las dos terceras partes de los EEUU ya contaban con normas legales regulatorias de los deberes fiduciarios⁷²⁷, gran parte de ellas inspiradas en las propuestas normativas previstas en la *Model Business Corporation Act* (MBCA) publicada, en sucesivas versiones actualizadas, por la *American Bar Association* (ABA), razón por la cual sus disposiciones merecen un comentario individualizado.

En efecto, la versión publicada en 2005 de la MBCA dedica significativa atención a la articulación normativa de los deberes fiduciarios. Así, los apartados 8.30 a 8.33 se refieren al estándar de conducta y responsabilidad de los administradores de sociedades; los apartados 8.42 al estándar de conducta de los ejecutivos; los apartados 8.60 a 8.63 a las situaciones de conflicto de interés, y, finalmente el apartado 8.70 a la cuestión del aprovechamiento de las oportunidades de negocio de la sociedad.

Con relación al estándar de conducta de los administradores, el apartado 8.30.a) MBCA, establece que cada miembro del órgano de administración debe actuar de buena fe y de la manera que razonablemente considere mejor para el interés de la sociedad (*reasonably believes to be in the best interest of the corporation*). Este precepto, según el comentario

⁷²⁷ Cfr.: AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance...*, cit., pp. 134 y ss.

oficial de la propia ABA, regiría todos los aspectos de los deberes de los administradores: el deber de diligencia, de informarse, de investigar (*inquiry*), de emitir juicios informados (*informed judgment*), de prestar la atención suficiente a los asuntos de la sociedad, de informar (*disclosure*), de lealtad, de trato justo (*fair dealing*) y, en definitiva, el deber fiduciario, en sentido amplio, al que normalmente se recurre como marco de referencia al evaluar la conducta de los administradores.

La frase “*reasonably believes*” (razonablemente considere) implica para los autores de la MBCA un doble requisito, subjetivo y objetivo. Por un lado, resultaría necesario que el administrador, actuando de buena fe subjetivamente crea que actúa en el exclusivo interés de la sociedad. Por otro lado, más allá de la subjetividad del administrador, la actuación debe ser objetivamente razonable, para lo que se recurre al estándar o modelo de la persona en posición y circunstancias similares.

Por otro lado, para los autores de la MBCA, la frase “*best interest of the corporation*” resulta clave para entender el régimen jurídico de los deberes de los administradores. El término *corporation* es entendido, al mismo tiempo, como empresa (aspecto institucional) y como conjunto de accionistas (aspecto contractual). El comentario oficial de la MBCA de la mencionada norma modelo, prevé que el administrador gozaría de amplia discrecionalidad en la determinación del “*best interest*” y en las decisiones acerca de cómo equilibrar las oportunidades a corto plazo y los beneficios a largo plazo, así como respecto de la contemplación de los diferentes intereses vinculados a la sociedad.

Seguidamente, en el apartado 8.30.b), específicamente respecto del deber de diligencia la MBCA establece que los administradores, una vez informados debidamente, deben actuar con la diligencia con la que razonablemente actuaría una persona en posición y circunstancias similares (*with the care that a person in a like position would reasonably believe appropriate under similar circumstances*). Esta formulación del deber de diligencia se separaría notablemente del estándar contractual tradicional que exige solamente la diligencia de la persona prudente común (*ordinary prudent person*) semejante a la del “buen padre de familia”. Es decir que la MBCA optó por elevar significativamente la exigencia de diligencia a los

administradores de sociedades, sustituyendo, el giro “*prudent person*” que aparecía en versiones anteriores de la MBCA, por el de “*person in a like position*”.

Con relación al deber de lealtad, la MBCA reconoce que el interés personal de los administradores no siempre estará alineado al mejor interés de la sociedad por lo que prevé una serie de mecanismos dirigidos a reducir los efectos negativos de las situaciones o transacciones en las que puedan aparecer, real o potencialmente, conflictos de interés (apartados 8.60 y ss. en los que se desarrolla el deber de *fair dealing* y 8.70 referido a las *business opportunities*).

Como regla general, el deber de *fair dealing* implica, para la MBCA, que el administrador interesado informe adecuadamente a la sociedad (*appropriate disclosure*) de la situación de conflicto y se abstenga de participar en las deliberaciones relativas a la decisión correspondiente.

ii) *Delaware General Corporation Law*

Merece referencia expresa la *Delaware General Corporation Law* (DGCL), Título 8 del *Delaware Code*, cuya especial influencia deriva del hecho de que una parte muy importante de las grandes sociedades cotizadas norteamericanas se encuentran “incorporadas” en dicho estado y, por tanto, reguladas por su legislación societaria.

Ciertamente, la DGCL destaca además por aplicar al máximo el principio de autorregulación societaria. En tal sentido, con relación al deber de diligencia, llama especialmente la atención el art. 102.b.7 DGCL, que prevé la posibilidad de establecer estatutariamente la limitación o exclusión de la responsabilidad de los administradores por infracción del deber de diligencia, norma incorporada tras las distorsiones generadas por la conocida sentencia del Caso *Smith v. Van Gorkom*, de 1985. Sin embargo, la misma disposición legal prevé expresamente la prohibición de la misma práctica respecto del deber de lealtad.

Respecto del deber de lealtad corresponde destacar también la disposición n° 144.a DGCL que establece que las transacciones de la

sociedad en las que directa o indirectamente se vincule un administrador no deben ser necesariamente prohibidas por dicha razón solamente.

2.2.2. Reino Unido

La regulación legal de los deberes fiduciarios de los administradores en el Reino Unido se encuentra establecida en los arts. 170 a 177 de la *Companies Act* del año 2006 (“*General duties of directors*”).

El art. 170 de dicha Ley define el “objetivo y naturaleza de los deberes generales” de los administradores, señalando que los mismos se deben a la sociedad (*to the company*)⁷²⁸, que están basados en reglas derivadas del *Common Law* y los principios de equidad (*equitable principles*) y que, en consecuencia, deben ser interpretados de acuerdo a los mismos criterios utilizados para tales normas jurídicas.

El art. 171 de la *Companies Act*, por su parte, establece el deber de actuar de acuerdo a los estatutos de la sociedad (*company’s constitution*) y de acuerdo al objetivo por el que le fueron conferidos los poderes de administración y gestión. Seguidamente, el ya destacado art. 172 al analizar la cuestión del interés social, se refiere al deber general de promover el éxito de la sociedad (*duty to promote the success of the company*) estableciendo que los administradores deben actuar del modo que consideren, de buena fe, más adecuado para promover el éxito de la sociedad, para el beneficio de todos sus miembros como un todo.

El art. 173 se refiere al deber de juicio independiente (*duty to exercise independent judgment*) y el art. 174, por su parte, regula expresamente el deber de diligencia (*duty to exercise reasonable care, skill and diligence*) el cual exigiría un razonable conocimiento general del negocio empresarial, habilidades específicas y experiencia.

⁷²⁸ Al respecto, véase: DAVIES, P., *Introduction to Company Law*, cit., p. 371, quien explica que desde el Caso *Perival v. Wright*, de 1902, la regla es que los deberes se deben a la sociedad, no a los accionistas. Sin embargo, advierte que desde 1977 (Caso *Coleman v. Meyers*) se reconoce un deber fiduciario de información de los administradores a los accionistas; GOWER, L.C.B., *Principles of modern company law*, cit., pp. 550 y ss., quien afirma categóricamente que los deberes fiduciarios se deben a la compañía y sólo a ella.

Seguidamente, el art. 175 regula el deber de evitar conflictos de interés (*duty to avoid conflicts of interests*), deber que la Ley considera aplicable al aprovechamiento de cualquier propiedad, información u oportunidad de la sociedad, aunque no aplicable a las transacciones de los administradores con la sociedad, las que se consideran válidas siempre que fueran debidamente autorizadas. En conexión con este deber, el art. 176 establece el deber de no aceptar beneficios de terceros (*duty not to accept benefits from third parties*) ofrecidos por razón de su cargo, por hacer o dejar de hacer cualquier actuación como administrador, y el art. 177 prevé el deber de comunicar el interés personal en las transacciones ofrecidas a la sociedad (*duty to declare interest in proposed transaction or arrangement*)⁷²⁹.

2.2.3. Italia

En el ámbito jurídico societario italiano, se ha desarrollado legalmente un conjunto de reglas derivadas de la posición fiduciaria de los administradores de sociedades de capital (arts. 2380 y ss. CCit). Sin embargo, explícitamente se establece el carácter subsidiario de estas reglas ante las que primarían las normas estatutarias preestablecidas (art. 2380 CCit).

La gestión de la empresa societaria es adjudicada exclusivamente a los administradores a quienes se les atribuye la capacidad para realizar todas las operaciones necesarias para la consecución del objeto social (art. 2380 bis.1 CCit). Sobre el deber de diligencia se establece que los administradores deben actuar de manera informada (*in modo informato*), pudiendo para ello solicitar a los órganos delegados toda la información que consideren necesaria (art. 2381.6 CCit), y que deben ejercer sus funciones con la diligencia requerida por la naturaleza del cargo (*diligenza richiesta dalla natura dell'incarico*) y las competencias específicas (*specifiche competenze*) que éste requiere (art. 2392.1 CCit). De este modo, también la legislación

⁷²⁹ Sin perjuicio de que el deber de no competencia no ha sido incluido todavía en el elenco de reglas derivadas del deber de lealtad, según ha señalado DAVIES, P. *Introduction to Company Law*, cit., p. 145, se espera su pronto desarrollo por la jurisprudencia.

italiana opta por un estándar de conducta exigible al administrador, superior al tradicional del buen padre de familia.

Respecto del deber de lealtad, el art. 2390 CCit prevé el deber de no competencia (*divieto di concorrenza*) salvo autorización de la “Asamblea de Socios”. Por su parte, el art. 2391.1 CCit, establece el deber de informar respecto de cualquier conflicto de interés en transacciones con la sociedad precisando las particularidades del mismo y de abstenerse de participar en las decisiones relativas a dichas transacciones y el art. 2391 bis CCit regula, específicamente, las operaciones vinculadas (*operazioni con parti correlate*) para las que se establecen los requisitos de transparencia y corrección sustancial y procesal (*trasparenza e correttezza*).

2.2.4. Alemania

La articulación sistematizada de las reglas derivadas de los deberes fiduciarios de los administradores no ha sido aún abordada cabalmente por el legislador alemán, sin perjuicio del amplio reconocimiento que las mismas gozan en su doctrina y jurisprudencia. Sin embargo, corresponde destacar algunas normas de la AktG que recogen reglas derivadas de la posición fiduciaria del administrador. Así, el art. 88 AktG establece el deber de no competencia (*Wettbewerbsverbot*) y el art 93 AktG, desde la reforma de 2005, recoge, en síntesis, la BJR, al regular específicamente el deber de diligencia de los administradores (*Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit der Vorstandsmitglieder*)⁷³⁰. El estándar de diligencia exigido por la ley sería el del gerente prudente y atento (*ordentlichen und gewissenhaften*).

2.2.5. Portugal

A través de la reforma legal del *Código das sociedades comerciais* portugués de marzo de 2006 (DL 76A/2006), la legislación portuguesa desarrolló imperativamente los deberes fiduciarios de los administradores de

⁷³⁰ Al respecto, véase: SPINDLER, G., “El desarrollo de la empresa en Alemania en el año 2006”, en *RdS*, nº 29, 2007, pp. 563 y ss.; RECALDE CASTELLS, A. y SCHÖNNENBECK, P., “La Ley alemana sobre proporcionalidad de la remuneración de los miembros de la dirección en las sociedades anónimas”, en *RDM*, nº 277, 2010, pp. 1065 y ss.

sociedades⁷³¹. Dicha incorporación se concretó mediante la modificación del art. 64 del *Código* que hasta la reforma establecía simplemente que los administradores de las sociedades debían actuar con la diligencia de un gestor *craterioso e ordenado, no interesse da sociedade, tendo em conta os interesses dos sócios e dos trabalhadores*. El nuevo art. 64 del *Código* (cuya rúbrica pasa a ser *Deveres fundamentais*) en cambio, se desdobra en los dos deberes fiduciarios generales de diligencia y lealtad, estableciendo las características de cada uno de ellos.

Así, por un lado, el inciso 1.a) del art. 64 del *Código* señala que los administradores de las sociedades deben observar los deberes de cuidado, de dedicación de tiempo suficiente (*disponibilidade*), competencia técnica y conocimiento de la actividad de la sociedad de acuerdo a las funciones que le fueran atribuidas, y empleando en el desempeño de su cargo, la diligencia de *um gestor craterioso e ordenado*. El inciso 1.b) del art. 64 del *Código*, por su parte, establece que los administradores deben cumplir el deber de lealtad en interés de la sociedad (*deveres de lealdade, no interesse das sociedades*), atendiendo a los intereses a largo plazo de los socios y ponderando los intereses de otros sujetos relevantes para la sostenibilidad de la sociedad, tales como los trabajadores, clientes y acreedores.

Corresponde también destacar que la legislación portuguesa regula las transacciones de los administradores con la sociedad (art. 397 del *Código das sociedades*) y prohíbe drásticamente las actividades en competencia con la sociedad (art. 398.3 del *Código das sociedades*), salvo expreso consentimiento de la *assembleia geral*.

2.2.6. España

La legislación societaria española hasta el año 2003, acerca de los deberes fiduciarios de los administradores, se limitaba a la consagración del estándar general de conducta del administrador estableciendo que debían desempeñar su cargo “con la diligencia de un ordenado empresario y de un

⁷³¹ El art. 74.1 del *Código das sociedades comerciais* dispone, en efecto, la nulidad de las cláusulas contractuales que limiten la responsabilidad de los administradores (*É nula a cláusula, inserta ou não em contrato de sociedade, que exclua ou limite a responsabilidade dos fundadores, gerentes ou administradores*)

representante legal” (art. 127 LSA, 1989⁷³²). Como consecuencia de ello, la doctrina especializada española durante la vigencia de los arts. 79 LSA 1951 y 127 LSA 1989, no dedicó significativa atención al contenido y alcance de los deberes fiduciarios⁷³³, salvo algunas destacadas y valiosas excepciones⁷³⁴. La denominada Ley de Transparencia, nº 26/2003, de 17 de julio, constituyó el instrumento mediante el cual, por expresa recomendación del anteriormente mencionado Informe ALDAMA, se introdujo legalmente en España la articulación normativa de las reglas derivadas de los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad.

La nueva Ley introdujo una serie de normas legales relativas a diversas cuestiones de buen gobierno corporativo mediante la modificación de la LMV de 1988 y de la LSA de 1989. Entre ellas, en lo que se refiere específicamente a los deberes fiduciarios de los administradores, destaca la inclusión del art. 114 LMV⁷³⁵ dentro de un nuevo Título de la LMV dedicado a las sociedades cotizadas, y la modificación del art. 127 LSA, así como la introducción de los nuevos arts. 127 bis., 127 ter y 127 quáter LSA. En síntesis, podría decirse que la política legislativa seguida por la Ley de Transparencia fue de abstención, más allá de la formulación general, en lo que se refiere al deber de diligencia y de desarrollo normativo, en lo que respecta al deber de lealtad⁷³⁶.

El art. 114 LMV, cuyo epígrafe rezaba “deberes de los administradores”, establecía, como norma general en su numeral 1, que los

⁷³² Formulación similar a la prevista, anteriormente, en el art. 79 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, que disponía que los administradores debían desempeñar su cargo “con la diligencia de un ordenado comerciante y un representante legal y responderán frente a la Sociedad, frente a los accionistas y frente a los acreedores del daño causado por malicia, abuso de facultades o negligencia grave”.

⁷³³ Cfr.: LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit., pp. 29-30.

⁷³⁴ Así: LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit.; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “El deber de diligencia”, cit., pp. 419 y ss.; ALCALÁ DÍAZ, M. A. “El deber de fidelidad de los administradores...”, cit., pp. 447 y ss.

⁷³⁵ Actualmente derogado por la LSC y la Ley 2/2011, de Economía Sostenible.

⁷³⁶ Siguiendo, en esencia, la política legislativa defendida por PAZ-ARES, C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, en *RdS*, nº 20, 2003, pp. 67 y ss.

administradores de las sociedades cotizadas, no podrían ejercer su derecho de voto en las cuestiones en que se encuentre en conflicto de interés⁷³⁷. En particular, preveía que no podía participar en las decisiones que refieran a (i) su nombramiento o ratificación; (ii) su destitución, separación o cese; (iii) el ejercicio en su contra de la acción social de responsabilidad; y (iv) la aprobación o ratificación de las transacciones de la sociedad vinculadas al administrador. Además, instituía la obligación de incluir en la memoria de la sociedad la información relativa a las transacciones entre la sociedad –u otra sociedad del mismo grupo- y los administradores –o personas interpuestas-, cuando las mismas sean ajenas al tráfico ordinario de la sociedad o no se realicen en condiciones de mercado (art. 114.2 LMV⁷³⁸), así como la prohibición de realizar o sugerir realizar operaciones sobre los valores de la sociedad administrada o de sociedades a ella vinculadas, sobre las que disponga, por razón de su cargo, información privilegiada.

Por su parte, el articulado de la LSA referido a los deberes de los administradores pasó a estructurarse, desde la Ley de Transparencia, de la siguiente manera. En primer lugar, el art. 127 LSA, según lo disponía su epígrafe, pasó a regular el deber de diligente administración, manteniendo en la práctica el establecimiento del estándar de conducta general: “los administradores desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante legal”. Seguidamente el mismo art. 127 preveía, dentro del deber de diligencia, el deber de “informarse diligentemente sobre la marcha de la sociedad”.

El art. 127 bis LSA establecía “deberes de fidelidad” señalando que los administradores “deberán cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con fidelidad al interés social, entendido como interés de la sociedad”. Sin perjuicio del alcance y contenido de la cláusula de interés social, cuestión abordada en apartados anteriores del presente trabajo, el deber de “fidelidad” (deber que, como se verá, se encuentra actualmente

⁷³⁷ Esta norma ha sido criticada por la doctrina (véase: QUIJANO GONZÁLEZ, J., y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios...”, cit., p. 930) por considerar que viene a reiterar alguno de los deberes establecidos para todos los administradores –en consecuencia también para los administradores de las sociedades cotizadas- en la LSA.

⁷³⁸ Actualmente regulado por el art. 35.1 LMV, redacción dada por la Ley nº 2/2011, de Economía sostenible.

derogado por la LSC) fue considerado por un sector de la doctrina una suerte de “denominador común” de los deberes fiduciarios generales de diligencia y lealtad⁷³⁹. Ser fiel al interés social sería la mejor manera de ser verdaderamente diligente y leal⁷⁴⁰.

Por su parte, el art. 127 ter LSA también introducido por la Ley de Transparencia, recogía una serie de reglas derivadas del deber general de lealtad de los administradores: i) prohibición de utilizar el nombre de la sociedad y de invocar la condición de administrador para la realización de operaciones por cuenta propia o de personas vinculadas, ii) prohibición de realizar en beneficio propio o de personas vinculadas transacciones vinculadas a los bienes de la sociedad, de las que hubiera tenido conocimiento por razón de su cargo, cuando la operación hubiera sido ofrecida a la sociedad o la sociedad tuviera interés en ella, siempre que la sociedad no la hubiera desestimado sin mediar influencia del administrador, iii) obligación de comunicar al consejo cualquier situación de conflicto con el interés de la sociedad y de abstenerse de intervenir en las operaciones a las que dicha situación se refiera, iv) obligación de comunicar la participación en el capital o en la administración de sociedades con el mismo, análogo o complementario género de actividad que la que constituye el objeto social, así como la realización, por cuenta propia o ajena, del mismo, análogo o complementario género de actividad del que constituya el objeto social.

Por último, el art. 127 quáter LSA, establecía el deber de secreto de los administradores, previendo que dicho deber se extiende, aún después de cesar en las funciones de administrador, a toda aquella información relevante que hubieran conocido por razón de su cargo, siempre que pudiera tener consecuencias perjudiciales para el interés social.

En julio de 2010, se publicó en España la denominada Ley de Sociedades de Capital (LSC), Real Decreto Legislativo nº 1/2010, de 2 de julio, cuyo objetivo fue establecer en un único cuerpo legal –salvo alguna

⁷³⁹ LLEBOT MAJÓ, J.O., “Los deberes y la responsabilidad de los administradores”, cit., p. 31.

⁷⁴⁰ FONT GALÁN, I., “El deber de diligente administración...”, cit., p. 90.

excepción puntual-, la totalidad de la regulación de las sociedades de capital vigente hasta la fecha⁷⁴¹, poniendo orden en la misma, sin modificar las soluciones previamente arbitradas por la ley⁷⁴². En tal sentido, la LSC expresamente derogó la LSA, la LSRL y el capítulo X de la LMV – introducido por la Ley de Transparencia- salvo los apartados 2 y 3 del anteriormente mencionado art. 114 LMV y los arts. 116 y 116 bis LMV⁷⁴³, que han sido posteriormente derogados por la Ley nº 2/2011, de Economía Sostenible⁷⁴⁴.

Sin perjuicio del explícito objetivo de no modificar el ordenamiento legal anteriormente vigente, la nueva redacción de las normas referidas a los deberes de los administradores (Título VI, Cap. III –arts. 225 a 232- LSC) introduce ciertas modificaciones de redacción y estructura que podrían inducir a modificar la interpretación que de los mismos había hecho la doctrina hasta el momento⁷⁴⁵.

En primer lugar, el art. 225 LSC que se refiere al “deber de diligente administración” (anterior 127 LSA), modifica la redacción del estándar de conducta eliminando la referencia al “representante leal” limitándola a la diligencia “de un ordenado empresario”. El objetivo parecería ser la más drástica distinción de los deberes generales de diligencia y lealtad⁷⁴⁶.

⁷⁴¹ Véase el apartado I de la exposición de motivos de la LSC.

⁷⁴² Apartado II de la exposición de motivos de la LSC.

⁷⁴³ Disposición derogatoria única LSC.

⁷⁴⁴ Dichos artículos de la LMV fueron derogados por la Ley nº 2/2011, de Economía Sostenible, Disposición final quinta, numerales 28 y 29. Sin embargo, el contenido de las mismas se mantiene en general vigente en la nueva redacción de los artículos 35, 61 bis, 61 ter y 81.2 LMV.

⁷⁴⁵ Véase: ESTEBAN VELASCO, G., “La administración de las sociedades de capital”, cit., pp. 157 y ss., donde advierte, como primera novedad introducida por la LSC, que el régimen legal de los deberes fiduciarios se declara aplicable también a las sociedades de responsabilidad limitada, corrigiéndose así las insuficiencias de coordinación y redacción introducidas por la Ley de Transparencia.

⁷⁴⁶ Cfr.: ESTEBAN VELASCO, G., “La administración de las sociedades de capital”, cit., p. 157; RIBAS FERRER, V., “Los deberes de los administradores”, en (Dir.) ROJO, A. y BELTRÁN, E., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, tomo I, Civitas, Pamplona, 2011, pp. 1608 y ss.

En segundo lugar, desde la misma lógica normativa, el art. 226 define el deber de lealtad (anterior 127 bis LSA) estableciendo que los administradores “desempeñarán su cargo como un representante leal en defensa del interés social, entendido como interés de la sociedad, y cumplirán los deberes impuestos por las leyes y los estatutos”. Este es, desde nuestro punto de vista, el cambio más significativo introducido por la LSC sobre la regulación de los deberes fiduciarios de los administradores. En efecto, la LSC deroga el anteriormente denominado “deber de fidelidad” al interés social (ex art. 127 bis LSA), concebido hasta el momento, por parte de la doctrina especializada, como un deber primario anterior a los deberes de diligencia y lealtad, en una suerte de relación género-especie⁷⁴⁷, interpretación que desde la legislación actual se haría más difícil. La nueva legislación parecería adoptar la posición de otro sector de la doctrina que criticaba severamente la técnica legislativa de los arts. 127 y ss. LSA, introducidos por la Ley de Transparencia de 2003, y postulaba que no habría diferencia alguna entre el deber de fidelidad y el deber de lealtad⁷⁴⁸.

Los arts. 227 (prohibición de utilizar el nombre de la sociedad y de invocar la condición de administrador), 228 (prohibición de aprovechar oportunidades de negocio), 229 (situaciones de conflicto de intereses) y 230 (prohibición de competencia) LSC, pretenden reproducir el contenido de los anteriores primeros cuatro numerales del art. 127 ter LSA. Sin embargo, se constataría una relevante diferencia de regulación en el ámbito de las “actividades en competencia con la sociedad administrada” (art. 230 LSC, anterior 127 ter.4 LSA). En efecto, mientras la LSA establecía el deber de comunicar la realización de actividades en competencia, la LSC prevé, más

⁷⁴⁷ Al respecto también se había sostenido (véase: LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit., p. 95) que mientras el deber de fidelidad implicaría un deber positivo (de actuar en defensa del interés social), el deber de lealtad involucraría normas de conducta negativas (de no obtener beneficio alguno a costa del interés social).

⁷⁴⁸ Cfr.: QUIJANO GONZÁLEZ, J., y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios...”, cit., pp. 927-928. Explicaban estos autores que el deber de fidelidad cumplía, en realidad, una función jurídica general anticipada respecto de los supuestos particulares del deber de lealtad. El deber de fidelidad sería el enunciado general del deber de lealtad.

drásticamente, la prohibición de competencia, salvo autorización expresa de la sociedad, mediante acuerdo de la junta general⁷⁴⁹.

2.3. Los deberes fiduciarios en la normativa interna de las sociedades cotizadas españolas

El art. 61 bis LMV (anteriormente art. 115 LMV introducido por Ley de Transparencia de 2003) obliga a la sociedad anónima cotizada a elaborar, comunicar a la CNMV y registrar, un reglamento de normas de régimen interno y funcionamiento de su consejo de administración que contenga las medidas concretas tendentes a garantizar la mejor administración de la sociedad⁷⁵⁰. Además, de acuerdo a lo establecido en el art. 61 bis.4.g (anteriormente art. 116.4.f) LMV), dichas sociedades están obligadas a hacer público anualmente un informe de gobierno corporativo en el que, entre otras cuestiones, se informe acerca del “grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo, o, en su caso, la explicación de las razones de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones” (consagración legal del principio “cumplir o explicar”), recomendaciones actualmente recogidas en el CUGC de 2006, anteriormente comentado.

Ciertamente, la normativa interna de las sociedades sería, aunque resulte contra-intuitivo, la que más directamente las vincularía a cumplir las prácticas de buen gobierno corporativo en ella establecida⁷⁵¹. En efecto, no

⁷⁴⁹ Véase: ESTEBAN VELASCO, G., “La administración de las sociedades de capital”, cit., p. 159, quien ve la cuestión como una extensión de la prohibición de competencia prevista en el ámbito de las SRL a las SA.

A la prohibición de competencia prevista en la nueva LSC se ha referido la SAP Córdoba de 16 de junio de 2011, advirtiendo que para apreciar la existencia de competencia, deben darse tres circunstancias: i) la participación del administrador en la actividad competidora y la habitualidad o estabilidad precisas para que se genere la situación conflictiva; ii) grado de coincidencia, similitud o proximidad de la actividad desarrollada por el administrador con la de la propia sociedad; iii) comparación entre la actividad y el objeto social.

⁷⁵⁰ Sobre la naturaleza jurídica de esta forma de regulación véase: SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M., “Naturaleza y fuerza jurídica del Reglamento del Consejo de las sociedades cotizadas”, en *RdS*, nº 26, 2006, 257 y ss.

⁷⁵¹ Cfr.: ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Imperialismo económico y dogmática jurídica”, cit., p. 953, quien señala que las reglas así introducidas serían tan vinculantes para los administradores como las reglas de origen legal, “¡maravillas de la autonomía privada!”.

se plantearía respecto de ella –al menos directamente- la cuestión, que sufre tanto el *soft* como el *hard Law*, relativo a la inconveniencia o improcedencia de limitar la libertad empresarial de los diferentes agentes económicos que participan en la empresa. Con la normativa interna, ellos mismos estarían optando –en general, tomando las soluciones establecidas en la ley o en los códigos de buenas prácticas- por organizarse de una determinada manera. En otros términos, las soluciones dispositivas del *soft Law* (que en el mejor de los casos somete a las sociedades al principio “cumplir o explicar”) y del *hard Law* (respecto del cual estaría en discusión su carácter imperativo o subsidiario), pasarían, de este modo, a ser obligatorias cuando las sociedades –por acuerdo implícito o explícito de las partes que con ella se vinculan- expresamente las recogen en su normativa interna.

A modo de ejemplo, se hará breve referencia a la regulación de los deberes fiduciarios prevista en la normativa interna de algunas de las más importantes sociedades de capital (IBEX 35) que cotizan en la Bolsa de Valores española a los efectos de mostrar las posibilidades de establecer matices en la regulación de los mismos, en función de las necesidades, intereses y características de las diferentes empresas. En concreto, se hará referencia a los Reglamentos del Consejo de Administración de Telefónica S.A., Banco Santander S.A. e Inditex S.A., elegidas por tratarse de grandes sociedades españolas dedicadas a diferentes tipos de actividad económica.

2.3.1. *Telefónica S.A.*

Los deberes de los administradores de Telefónica S.A son regulados en el Título V del Reglamento de su Consejo de Administración, arts. 27 y ss. En primer lugar, el Reglamento establece el derecho-deber de información (art. 27) señalando que “los Consejeros deberán informarse diligentemente sobre la marcha de la Compañía, recabando a tal fin cuanta información sea necesaria o conveniente en cada momento para el buen y diligente desempeño de su cargo” pudiendo para ello solicitar la contratación de expertos para que les auxilien en el ejercicio de sus funciones (art. 28).

Por su parte, el art. 29 del Reglamento prevé que los administradores deberán “actuar con la diligencia de un ordenado empresario y de un

representante leal”, siguiendo la formulación legal anterior a la LSC, agregando que en virtud de ello se encuentran obligados a: i) informarse y preparar adecuadamente las reuniones del consejo y de las Comisiones de las que formen parte; ii) asistir y participar activamente en las reuniones; iii) cumplir con los cometidos específicos que les encomiende el Consejo; iv) impulsar la investigación de cualquier irregularidad en la gestión de la sociedad y procurar la adopción de medidas dirigidas a evitar situaciones de riesgo; v) instar la convocatoria del Consejo cuando lo estimen conveniente e incluir en el orden del día de las reuniones las cuestiones que estimen convenientes; vi) oponerse a los acuerdos contrarios a la ley, los estatutos o el interés social, solicitando la constancia en acta de su oposición. Asimismo, el art. 29.2 prevé que los administradores deben dedicar el tiempo y esfuerzo necesario para el desarrollo de sus funciones e informar a la sociedad respecto de sus demás obligaciones profesionales a los efectos de determinar si interfieren en el desarrollo de sus funciones como consejeros.

Por su parte, el art. 30 del Reglamento interno dedicado al deber de lealtad, se limita a reproducir exactamente lo dispuesto por el art. 226 LSC – salvo la sustitución del término “sociedad” por “compañía”-. De modo similar el art. 31 (deber de secreto) reproduce el art. 232 LSA y el art. 32 (manifestaciones específicas del deber de lealtad) reproduce el contenido de los arts. 227 a 230 LSC., salvo en lo que se refiere a la actividad en competencia que se remite a la solución legal previa a la LSC, que preveía la obligación de comunicar la actividad en competencia y no directamente la prohibición de las mismas, como establece el art. 230 LSC y, además, establece que no se considerará actividad en competencia aquella que se realiza en sociedades vinculadas, ni la realizada por consejeros dominicales de sociedades competidoras. Además, al elenco de reglas derivadas del deber de lealtad, el reglamento interno del Consejo de Telefónica agrega el deber de comunicar “aquellas circunstancias a ellos vinculadas que puedan perjudicar al crédito y reputación de la sociedad”. Por último, corresponde destacar el contenido art. 33 del Reglamento (deberes específicos de los administradores derivados de la condición de sociedad cotizada de Telefónica S.A.) que, en síntesis, reproduce lo estipulado en la legislación.

2.3.2. *Banco Santander S.A.*

El reglamento interno del consejo de administración de Banco Santander S.A. dedica, en cambio, exclusivamente su art. 30 a la regulación de los deberes fiduciarios de los administradores. En síntesis, la norma establece que además de las obligaciones inherentes al cargo, establecidas en la ley, en los estatutos y el reglamento de la junta general, los administradores deben cumplir con los siguientes deberes: i) *deber de diligencia*, en los términos exactamente establecidos en el derogado art. 127 LSA, agregando, además, que los consejeros deben dedicar el tiempo y esfuerzo necesarios para desempeñar con eficacia su función, así como informar a la sociedad respecto de sus restantes obligaciones profesionales; ii) *deber de lealtad*⁷⁵², cuyo contenido reproduce, en síntesis, el establecido en los arts. 227 y ss. LSC; iii) *deber de secreto*, que reproduce el contenido del art. 232 LSC; iv) *deber de pasividad* que implica la obligación, ya prevista legalmente de abstenerse de realizar o requerir la realización de cualquier operación sobre valores de la sociedad o sociedades vinculadas, sobre las que dispongan de información privilegiada por razón de su cargo.

2.3.3. *Industria de Diseño Textil S.A. (INDITEX S.A.)*

La normativa interna de INDITEX S.A., por su parte, dedica mayor atención a la regulación de los deberes fiduciarios. Como regla general introductoria, el art. 5.5 del Reglamento interno de su Consejo de administración, establece que el Consejo velará por el cumplimiento de los deberes sociales y éticos de la sociedad y de sus deberes de actuar de buena fe, en sus relaciones con empleados y terceros, cumpliendo los principios de responsabilidad social corporativa que hubiera asumido. Posteriormente, en los arts. 29 y ss. de dicho Reglamento, se trata específicamente la cuestión de los deberes fiduciarios de los administradores.

⁷⁵² La versión 2011 del reglamento elimina del catálogo de deberes, el “deber de fidelidad” de forma consistente con la reforma legal introducida por la LSC, pero “se olvida” de establecer la formulación general del deber de lealtad (actuar en defensa del interés social) limitándose a enumerar las reglas derivadas del mismo. En todo caso, tal “olvido” no tendría consecuencias significativas en cuanto resultaría de aplicación, subsidiaria, lo dispuesto en la LSC.

Así, en primer lugar, el art. 29.1 del Reglamento establece el deber de fidelidad al interés social en los términos, ciertamente pluralistas, establecidos en el art. 5.4 del mismo⁷⁵³. Seguidamente, el art. 29.2 del reglamento, introduce el deber de diligencia del administrador, según el estándar de conducta del “ordenado empresario y el representante leal”. Además, enumera una serie de obligaciones derivadas del deber general de diligencia: i) informarse diligentemente sobre la marcha de la sociedad y preparar adecuadamente las reuniones del consejo y demás órganos a los que pertenezca; ii) asistir y participar activamente en las reuniones; iii) realizar cualquier cometido específico que le encomiende el consejo; iv) investigar irregularidades y vigilar situaciones de riesgo; v) instar la convocatoria de reuniones extraordinarias del consejo y la inclusión en el orden del día de las cuestiones que estimen convenientes; vi) oponerse a los acuerdos contrarios a la ley, los estatutos o el interés social, solicitando la constancia en acta de la oposición y promover la impugnación de tales acuerdos; vii) oponerse expresamente a cualquier propuesta de acuerdo que considere contraria al interés social.

El art. 30 del Reglamento, prevé el deber de confidencialidad del consejero en términos prácticamente idénticos a los previstos por el art. 232 LSC, mientras que el art. 31 establece un riguroso deber de no competencia –probablemente motivado por el tipo de actividad al que se dedica la sociedad- por el que se prohíbe expresamente prestar servicios profesionales en entidades que sean competidoras, salvo el caso de administradores dominicales o independientes (nunca ejecutivos), tras informe favorable de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones.

El art. 32, por su parte, regula los conflictos de intereses, entendidos como situaciones en las que entran en colisión, directa o indirectamente, el interés de la sociedad y el interés particular del administrador. Para dichas

⁷⁵³ Dicho apartado establece que el interés social deberá ser entendido como la “viabilidad y la maximización de la empresa a largo plazo en interés común de todos los accionistas, lo que no deberá impedir la consideración de otros intereses legítimos, públicos o privados, que confluyen en el desarrollo de toda actividad empresarial, y especialmente los de los otros “grupos de interés” de la sociedad: empleados, clientes, proveedores y sociedad civil en general”.

situaciones, el numeral 2 de dicho artículo establece una serie de reglas: i) comunicación al consejo de la situación, ii) abstención de participar en las deliberaciones relacionadas y iii) transparencia mediante la información a través del informe anual de gobierno corporativo de tales situaciones.

El artículo siguiente se refiere a la prohibición de uso de los activos sociales y de valerse de su calidad de administrador para obtener ventajas patrimoniales, salvo que retribuya adecuadamente a la sociedad o se autorice, excepcionalmente, como retribución indirecta. El art. 34, seguidamente, regula la prohibición de uso de información no pública con fines privados y el art. 35 la cuestión del aprovechamiento de las oportunidades de negocio de la sociedad en términos semejantes a lo dispuesto por el art. 228 LSC. Por último, el art. 37 del Reglamento prevé los deberes de información del consejero relativas al número de acciones de la sociedad del que sea titular –directa o indirectamente-, de su participación en el capital de otras sociedades con análogo o complementario género de actividad y de sus cargos en otras empresas, así como cualquier otro hecho o situación que pudiera resultar relevante para su actuación como administrador.

3. FUNDAMENTO JURÍDICO DE LA TEORÍA DE LOS DEBERES FIDUCIARIOS DE LOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES DE CAPITAL

El origen e importante desarrollo normativo de la teoría de los deberes fiduciarios de los administradores anteriormente descrito plantea una serie de cuestiones a ser analizadas entre las que se encuentra la naturaleza y función de tales deberes en el ámbito del gobierno corporativo, la política jurídico-normativa que se ajustaría más adecuadamente al objetivo del ordenamiento jurídico de contribuir a mejorar el desarrollo de la actividad empresarial en vistas a la consecución del bien común y, en función de ello, el alcance de la responsabilidad de los administradores por la infracción de los deberes fiduciarios. A la primera de las mencionadas cuestiones dedicaremos el presente apartado.

Ciertamente, como se ha podido constatar en secciones anteriores del presente trabajo, el fenómeno normativo de los deberes de diligencia y lealtad de los administradores ha sido reconocido por varios de los estados que, en cierto modo, pueden considerarse más jurídicamente desarrollados. Hemos asistido, sin embargo, a un proceso vertiginoso de regulación normativa en una suerte de carrera por reconocer las buenas prácticas internacionales (provenientes fundamentalmente del mundo anglosajón) entre las que se encuentra el desarrollo de las reglas derivadas de los deberes fiduciarios generales, en muchos casos, sin detenerse en analizar el fundamento de los mismos ni, en consecuencia, la incidencia de las particulares características sociales y culturales de cada país sobre tales prácticas (problema de *path dependence*)⁷⁵⁴. Por tal motivo, resulta de capital importancia, procurar una aproximación al fundamento jurídico que

⁷⁵⁴ Cfr.: SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “*Ius publicum-Ius privatum...*”, cit. p.1030, quien, refiriéndose al caso español, señala que se están injertando piezas de sistemas jurídicos distintos “cuyo trasplante produce el mismo rechazo que experimenta el enfermo a quien se dona un riñón u otro órgano histológicamente incompatible”.

Con relación al problema de *path dependence* en el ámbito del gobierno corporativo, véase, entre otros: BEBCHUK, L. y ROE, M., “A theory of path dependence in corporate ownership and governance”, en (Ed.) GORDON, J.N. y ROE, M., *Convergence and persistence in corporate governance*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004, pp. 69 y ss.; GELTER, M., “Taming or Protecting the Modern Corporation? Shareholder-Stakeholder Debates in a Comparative Light”, cit.

se ha adjudicado a los deberes fiduciarios, para luego analizar la cuestión a la luz de la perspectiva jurídica adoptada en los apartados anteriores del presente trabajo. Para ello, habremos de centrarnos fundamentalmente en la doctrina jurídica anglosajona en la que el debate en torno a la naturaleza jurídica de la relación fiduciaria viene desarrollándose desde hace ya varias décadas.

En efecto, el mencionado debate se vio sensiblemente estimulado con el ya referido Caso jurisprudencial de 1985 *Smith v. Van Gorkom* (Delaware, 1985)⁷⁵⁵, que tuvo por consecuencia la paradigmática reacción del legislador del estado de Delaware que terminó con la modificación del régimen de responsabilidad de los administradores de sociedades de capital por infracción de los deberes fiduciarios (art. 102.b.7 DGCL). A partir de ese momento, los esfuerzos doctrinales por explicar a fondo la naturaleza jurídica de la relación típicamente fiduciaria y de los deberes de ella derivados se incrementaron sensiblemente, contribuyendo paulatinamente al establecimiento de tres visiones o posiciones claramente distinguibles⁷⁵⁶. En primer lugar, estaría la posición que podríamos denominar tradicional o dogmática que hace descansar el fundamento de los deberes fiduciarios en el terreno moral (“*moral approach*”). Desde esta perspectiva, en la medida en que los administradores ocuparían una posición de confianza y, en consecuencia, de ventaja, frente a la situación vulnerable de los beneficiarios, el Derecho fiduciario debe someterlos a un alto nivel de regulación imperativa dirigida a controlar su actuación potencialmente oportunista o abusiva. La segunda perspectiva, estrechamente relacionada a la primera, fundamenta los deberes de los administradores como normas dirigidas a reducir los costes de agencia derivados del problema típicamente societario de separación de la propiedad y el control, que tenderían a limitar los beneficios propios de las relaciones jurídicas fiduciarias. Por último, otro sector de la doctrina concibe a los deberes fiduciarios como mecanismos de integración contractual sustentados en el principio de eficiencia económica (“*wealth maximizing approach*”). Según esta posición, los deberes

⁷⁵⁵ Así lo reconocen expresamente BUTLER y RIBSTEIN, “Opting out of fiduciary duties...”, cit., p. 4. Por su parte, BAINBRIDGE, S., “Smith v. Van Gorkom”, en *Law & Economics Research Paper Series, Research Paper*, nº 08-13, UCLA School of Law, 2008, p. 1, considera la decisión judicial de este caso fue la más importante del siglo XX.

⁷⁵⁶ Cfr.: ALCES, K., “Debunking the corporate fiduciary myth”, cit., pp. 4-5.

fiduciarios serían una suerte de “*gap fillers*” y deberían su existencia a que las partes del contrato de sociedad no estarían en condiciones de prever, *a priori*, todas las posibles contingencias a las que eventualmente llegarán a enfrentarse los administradores en el período continuado de cumplimiento contractual.

Este enfrentamiento, en principio, puramente teórico tendría, sin embargo, gran repercusión práctica e influencia significativa sobre varias de las cuestiones objeto de análisis del presente trabajo⁷⁵⁷. Así, por ejemplo, mientras la perspectiva contractualista, en principio, llevaría a admitir cualquier cambio del régimen legal de los deberes siempre que ello se pacte explícitamente (“*opt out fiduciary duties*”), los no contractualistas, negarían cualquier modificación de dicho régimen por ser, en todo caso, contraria a Derecho⁷⁵⁸. Seguidamente se exponen las principales directrices de las perspectivas mencionadas.

3.1. Las posiciones doctrinales en el ámbito jurídico anglosajón

3.1.1. El “*moral approach*” del Derecho fiduciario tradicional

i) *Confianza (fiducia)*

Un sector de la doctrina jurídica tradicional, sin perjuicio de reconocer que, ciertamente, el concepto de relación fiduciaria es muy amplio y, en consecuencia, difícil de definir, ha destacado que esta abarcaría todas aquellas relaciones jurídicas en las que una persona (denominada fiduciante, beneficiario o principal) confía en la integridad, honestidad y fidelidad de otra (fiduciario o agente), y cuya existencia no dependería necesaria ni directamente de la voluntad de las partes por establecerla -esto es: no implicaría necesariamente una relación contractual⁷⁵⁹-, sino de la presencia fáctica de determinados elementos esenciales: que se hubiera depositado la

⁷⁵⁷ Cfr.: LABY, A., “The fiduciary obligation as the adoption of ends”, en *Buffalo L. Rev.*, vol. 56, 2008, p. 101.

⁷⁵⁸ Cfr.: LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit. p. 128

⁷⁵⁹ En efecto, como señala FRANKEL, T., “Fiduciary law”, cit., pp. 799-800, la relación fiduciaria podría ser el resultado de una relación contractual o de un *status* jurídico como, por ejemplo, el que caracteriza la relación padre-hijo.

confianza y que, como consecuencia de ello, se produzca una posición dominante del fiduciario⁷⁶⁰. La imposición de deberes fiduciarios por parte de los tribunales tendría, entonces, su causa en que la confianza depositada por el beneficiario en el fiduciario, tendría como resultado que el beneficiario deviene significativamente más vulnerable al perjuicio que en otro tipo de relaciones jurídicas⁷⁶¹.

⁷⁶⁰ Cfr: UHLMAN, R., “The legal status of corporate directors”, cit., p. 16, quien afirmaba – basándose en abundante jurisprudencia- que no implicaría una generalización inadecuada decir que la posición del administrador se basa en una relación de “*trust and confidence*” que lo obliga a actuar sujeto a los *estándares* de buena fe y honestidad en todas sus acciones; BAYNE, D., *The philosophy of corporate control: A treatise on the Law of fiduciary duty*, Loyola University Press, Chicago, 1986, p. 6, quien señala que la posición del fiduciario se definiría por la necesidad de confianza e integridad moral; SHEPHERD, J.C., *The Law of fiduciaries*, Carswell, Toronto, 1981, p. 57, quien señala que la teoría sienta sus raíces en imperativos éticos o morales y que existiría relación fiduciaria cuando una persona deposita su confianza en otra.

Los administradores se encontrarían sujetos a deberes fiduciarios en la medida en que el contrato y la ley les atribuiría un poder en beneficio de un tercero. En este sentido, véase: GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*, cit., p. 327, quien señala que “todos los supuestos en el que el ordenamiento positivo atribuye un poder en interés de otro, aquel ha de ejercerse precisamente atendiendo a ese interés”; los administradores deben ejercer sus poderes atendiendo al interés social; LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit., pp. 46, quien afirma que el hecho de que los administradores deban realizar sus funciones contemplando solamente el interés social “permite afirmar que el desempeño del cargo de administrador tiene carácter fiduciario, pues las personas que lo ostentan deben desarrollarlo no en su propio interés sino sólo en interés de la sociedad que administran”.

Respecto al concepto de fiducia, explica GARRIGUES, J., *Negocios fiduciarios en el Derecho Mercantil*, Madrid, 1955, p. 11, que los negocios fiduciarios serían “todas aquellas relaciones en las que destaca un deber de lealtad hacia alguien”.

⁷⁶¹ Cfr.: SMITH, G., “The critical resource theory of fiduciary duties”, en *Vanderbilt L. Rew.*, vol. 55, 2002, pp. 1400 y ss., quien considera que hay relación fiduciaria cuando el fiduciario actúa en interés (*on behalf*) del beneficiario, de forma discrecional con relación a un recurso perteneciente al beneficiario. El deber de lealtad, considerado la esencia de la relación fiduciaria, protegería al beneficiario frente a la actuación oportunista del fiduciario.

Para SMITH, la obligación fiduciaria implica el deber de refrenar conductas con interés personal que constituyan un perjuicio para el beneficiario como resultado del ejercicio de la discrecionalidad en el uso de los recursos del beneficiario. El objetivo de los deberes fiduciarios sería combatir el oportunismo y, por tanto, el contenido de los deberes debería depender del potencial para dicho oportunismo, lo que dependerá de la estructura de la relación.

Se argumenta que si bien los principios del derecho contractual podrían llegar a resultar útiles para explicar algunas de las características distintivas de la obligación fiduciaria, cuando se intenta aplicar dichos principios para resolver problemas relativos a la obligación fiduciaria, su contribución sería inevitablemente muy limitada⁷⁶². Ello se debería, fundamentalmente a que las normas jurídicas aplicables a los fiduciarios tendrían profundas raíces morales y tales estándares constituirían la base de los deberes fiduciarios⁷⁶³. En efecto, la característica más distintiva de los deberes fiduciarios sería su funcionamiento como sistema de educación moral y como mecanismo de promoción y refuerzo de la confianza y honestidad en las relaciones comerciales⁷⁶⁴. En tal sentido, los deberes fiduciarios constituirían un conjunto de reglas impuestas basadas en principios no negociables⁷⁶⁵. Mientras que en el mundo de los contratos el interés personal sería la norma, en el ámbito fiduciario se exigiría proteger el interés de un tercero en preferencia al propio⁷⁶⁶. Es decir, el deber fiduciario implicaría ir más allá de la justicia y honestidad, obligando a

⁷⁶² DE MOTT, D., “Beyond metaphor...”, cit., p. 879.

⁷⁶³ Cfr.: JOHNSTON JR., J., “Natural Law and the fiduciary duties of business managers”, en *Journal of Markets and Morality*, vol. 8, n° 1, 2005, p. 28. Considera este autor que el principio fiduciario sería un principio de derecho natural que habría sido incorporado por el *Common Law* y que sólo a través de la adhesión a dicho principio podrían ser evitados los abusos del *trust*.

⁷⁶⁴ O’CONNOR, M., “How should we talk about fiduciary duty?...”, cit., p. 955.

⁷⁶⁵ En estos términos ha definido recientemente a esta perspectiva LABY, A., “The fiduciary obligation as the adoption of ends”, cit., p. 101.

⁷⁶⁶ Cfr.: FRANKEL, T., “Fiduciary Law”, cit., pp. 830 y ss. Desde su perspectiva, el *estándar* moral no debería dejarse al arbitrio del fiduciario o de la costumbre, sino que deben ser los tribunales los encargados de determinarlo. La incorporación de la moral al Derecho fiduciario respondería a diversas razones: i) justificación histórica: habría sido desarrollado en gran medida por los tribunales de equidad; ii) las normas morales ejercerían mayor presión sobre los fiduciarios para que actúen lealmente: la moral sería útil como complemento a la norma jurídica, ayudando a lograr el comportamiento deseado; iii) otorgar categoría moral a la relación incentiva la creación de nuevas relaciones fiduciarias en cuanto incrementa la confianza de los beneficiarios; iv) la dimensión moral daría la idea de vulnerabilidad del principal: sería especialmente inmoral perjudicar a alguien que no está en condiciones de protegerse a sí mismo.

actuar en el mejor interés del beneficiario y evitar los posibles conflictos de interés⁷⁶⁷.

En este sentido, cuando en el capítulo primero de su reciente y exhaustiva monografía sobre el Derecho fiduciario, Tamar FRANKEL, aborda el tema de la naturaleza de las relaciones fiduciarias⁷⁶⁸, concluye que todas ellas se caracterizarían por implicar: i) la prestación de un servicio por parte de un fiduciario en beneficio de un principal; ii) el *entrustment* (entrega “en confianza”) de una propiedad o un poder a favor del fiduciario; iii) la dificultad o incapacidad para delimitar concretamente los poderes conferidos al fiduciario sin restringir o eliminar los beneficios de la relación establecida, y iv) la incapacidad del principal para controlar adecuadamente al fiduciario, lo que, en definitiva, constituye un serio riesgo del principal derivado del mencionado *entrustment*⁷⁶⁹. La intervención del Derecho es considerada justificada cuando, como en la relación fiduciaria, las posibilidades de abuso no pueden ser adecuadamente prevenidas por las propias partes de las relaciones jurídicas. En tales condiciones, sería probable que las partes no interactúen fiduciariamente a menos que el Derecho intervenga para proteger los intereses de la comunidad proveyendo este servicio, atendiendo equilibradamente a los intereses de ambas partes⁷⁷⁰.

Ahora bien, desde esta perspectiva, en principio, las obligaciones fiduciarias sólo podrían ser articuladas de modo general, mediante formulaciones del tipo “mayor esfuerzo posible”, “prudencia razonable” y “buena fe”. Es decir, básicamente demandarían una actitud subjetiva favorable al interés del principal, de no traicionar dolosamente su confianza, sin estar claramente definido el contenido de las decisiones que deben ser

⁷⁶⁷ Cfr.: DE MOTT, D., “Beyond metaphor...”, cit., p. 882.

⁷⁶⁸ FRANKEL, T., *Fiduciary Law*, cit., pp. 77 y ss.

⁷⁶⁹ El riesgo de que el beneficiario no resulte confiable se derivaría, señala FRANKEL, T., *Fiduciary law*, cit., p. 6, de la probabilidad de que a) el beneficiario no sea capaz de protegerse por sí mismo de las posibilidades de abuso involucradas en la relación fiduciaria; b) los mercados resulten incapaces de mitigar este riesgo, y c) los costes para los fiduciarios dirigidos a lograr la confianza puedan ser mayores a los beneficios derivados de la relación.

⁷⁷⁰ Cfr.: FRANKEL, T., *Fiduciary Law*, cit., p. 6.

adoptadas⁷⁷¹. Del carácter general y abstracto de dichas obligaciones se derivaría la ventaja de su flexibilidad de aplicación y, paralelamente, la gran desventaja de su difícil concreción, con la inseguridad jurídica que ello conlleva⁷⁷².

ii) *Buena fe, honestidad*

El fundamento último de la relación fiduciaria es adjudicado, en definitiva, al deber de buena fe entendido como deber moral de honestidad y de no traicionar la confianza depositada.

Sin perjuicio de que el deber de buena fe –considerado estrechamente vinculado al concepto de *fiducia*, de confianza–, en el ámbito de las sociedades de capital, aparece consagrado en varios casos de la jurisprudencia norteamericana, en general se le considera incorporado en los deberes de diligencia y lealtad. Cuando mencionan explícitamente el deber de buena fe, los tribunales pretenderían subrayar su importancia como elemento clave de la estructura y fundamento jurídico de los deberes fiduciarios⁷⁷³. Actuar de buena fe implicaría, en esencia, hacerlo con honestidad o sinceridad subjetiva⁷⁷⁴.

⁷⁷¹ Cfr.: GOWER, L.C.B. *Principles of modern company law*, cit., pp. 553 y ss., quien considera a la buena fe un elemento clave en la definición de los deberes fiduciarios, cuyo origen residiría en el sentido común. Los tribunales se preguntarían, en primer lugar, si los directores actuaron honestamente en lo que creían adecuado al interés de la sociedad (buena fe subjetiva). Incumplirían con su deber fiduciario de diligencia si ni siquiera se preguntaran si la decisión que adoptan es o no adecuada al interés social y con el de lealtad si, habiéndoselo preguntado, adoptan una decisión contraria a dicho interés. Advierte GOWER que la “*good faith must not only be done but must manifestly be seen to be done*”. De esta norma general se derivarían, para el autor, las reglas relativas a las transacciones con la sociedad, la de declarar el interés personal y las de prohibición de uso de la propiedad, oportunidades e información de la sociedad.

⁷⁷² Así lo entienden, en España: QUIJANO GONZÁLEZ, J. y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios...”, cit., p. 948; MORILLAS JARILLO, M.J., *Las normas de conducta de los administradores de sociedades...*, cit. y GUERRA MARTÍN, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses...*, cit., pp. 416 y ss.

⁷⁷³ EISENBERG, M., “The duty of good faith in Corporate Law”, cit., p. 1.

⁷⁷⁴ *Ibidem*, p. 22. Señala EISENBERG que el administrador debe creer sinceramente que actúa en el mejor interés de la sociedad.

Sin embargo, ante la evolución de la jurisprudencia norteamericana, recientemente Melvin EISENBERG se ha planteado la cuestión relativa a si el deber de buena fe debe considerarse comprendido dentro de los deberes de diligencia y lealtad o, por el contrario, considerarse un tercer deber fiduciario, inclinándose decididamente por la segunda posibilidad⁷⁷⁵. Los deberes de diligencia y lealtad, explica, no cubrirían todas las formas de comportamiento indebido y, sin embargo, si quedarían comprendidas, de un modo u otro, dentro del deber de buena fe⁷⁷⁶.

Por su parte, en el mismo sentido, John COFFEE, al proponer una comparación entre el deber de buena fe contractual y los deberes fiduciarios⁷⁷⁷, recoge la definición de buena fe como “*honesty in fact and the observance of reasonable commercial standards of fair dealing in the trade*”, noción decididamente vinculada a valores de tipo moral o ético. Agrega dicho autor que, en efecto, el deber de buena fe ha sido utilizado por los tribunales en casos en que no existía la posibilidad de aplicar los deberes fiduciarios para llegar al mismo resultado. Sin embargo, critica la posición de EISENBERG quien concebiría el deber de lealtad como aquel que protege las “justas expectativas” de los accionistas, mientras que el deber de buena fe protegería los derechos contractuales de los mismos. Para COFFEE, la clave estaría en que mientras en las relaciones contractuales, las partes pueden buscar su propio interés actuando de buena fe, en las relaciones fiduciarias, el agente no estaría legitimado para ello⁷⁷⁸. Dicha diferencia

⁷⁷⁵ Véase: EISENBERG, M., “The duty of good faith in Corporate Law”, cit.

⁷⁷⁶ Una posible alternativa, a nuestro modo de ver también aceptable (propuesta por LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit., p. 24, anteriormente mencionada), sería que el deber de buena fe se vincule con los de diligencia y lealtad según una suerte de relación género-especie. El deber de buena fe se concretaría en los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad pero no se acabaría, necesariamente, en ellos. Actuar de buena fe, para el administrador de sociedades de capital, implicaría actuar con la “diligencia de un ordenado empresario” (art. 225 LSC) y con la lealtad “de un representante leal en defensa del interés social” (art. 226 LSC) pero podría incluir además otras reglas no derivadas de tales deberes.

⁷⁷⁷ COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate law...”, cit., pp. 1653 y ss.

⁷⁷⁸ *Ibidem.*, p. 1658.

explicaría la inversión de la carga de la prueba y el régimen de reparación superior al daño causado (*disgorgement*⁷⁷⁹) propios del Derecho fiduciario.

iii) *El “status” fiduciario*

A modo de síntesis de la aproximación jurídico-moral, Robert C. CLARK atribuye cuatro atributos comunes que definirían la relación fiduciaria y la diferenciarían de otras relaciones jurídicas⁷⁸⁰. En primer lugar, se refiere a la presencia en las relaciones fiduciarias de deberes positivos de transparencia (*affirmative duties to disclose*). Sin perjuicio de que en todo contrato existiría una obligación implícita de no mentir o de comunicar la información relevante, en la relación fiduciaria, la obligación de informar pasaría a ser explícita y positiva, obligación que no surgiría necesariamente del pacto entre las partes (contrato) sino de la posición fiduciaria (*fiduciary status*) del agente en sí misma considerada.

En segundo lugar, toda relación fiduciaria, se caracterizaría por establecer obligaciones abiertas (*open-ended duties to act*). Mientras las partes de otras relaciones jurídicas tendrían obligaciones fijas y preestablecidas –sin perjuicio de las cláusulas de buena fe y razonabilidad que otorgarían cierta discrecionalidad en el cumplimiento de todos los contratos–, el carácter “*open-ended*” de las obligaciones sería esencial a los deberes de actuación del fiduciario.

En tercer lugar, sería también sustancial a la relación fiduciaria la prohibición de aprovechar en beneficio personal la posición de ventaja que otorga la relación (*closed-in rights to positional advantages*), salvo expreso permiso del beneficiario. En tal sentido, la tradición jurisprudencial que desarrolla la teoría de los deberes fiduciarios se habría manifestado, en general, contraria al uso del “*implicit-contract reasoning*”, propio del análisis contractual-económico, en el ámbito de las relaciones fiduciarias, estableciendo prohibiciones rígidas de aprovechamiento personal de las ventajas que otorga la posición fiduciaria. La denominada definición

⁷⁷⁹ “Degüelle”: castigo superior al daño causado, proporcional al beneficio obtenido a través del incumplimiento del deber fiduciario.

⁷⁸⁰ CLARK, R., “Agency cost versus fiduciary duties”, cit., pp. 71 y ss.

*Jordan*⁷⁸¹ de obligación fiduciaria sería, en efecto, contraria a toda la tradición del *case Law* anterior a ella⁷⁸². Por lo demás, la negociación hipotética no serviría para explicar la ley. ¿Por qué caracterizarlo como negociación si el fenómeno está lejos de serlo? La metáfora de la negociación, ciertamente atrayente y utilizada con éxito en otros ámbitos, sería menos cierta de lo que aparentaría en el terreno fiduciario⁷⁸³.

Por último, las relaciones fiduciarias implicarían obligaciones de alcance moral (*moral rethoric*). En la generalidad de las relaciones privadas, la autoridad estatal no estaría llamada a fomentar el reconocimiento de valores morales en las relaciones comerciales. Sin embargo, en el caso de los deberes fiduciarios, los tribunales habrían optado por vincularlos también a la moral⁷⁸⁴. En tal sentido, los deberes fiduciarios exigirían una actuación ética del obligado, basada en la confianza, no derivada necesariamente del contrato. Se confiaría en las “virtudes del agente” (diligencia, lealtad) sin necesidad de acudir a la regulación contractual. La

⁷⁸¹ En alusión al Caso jurisprudencial *Jordan v. Duff & Phelps Inc.*, de 1987, que califica a la obligación fiduciaria de acuerdo a un supuesto “*court guess*”: conjetura del tribunal acerca de lo que las partes habrían acordado si hubieran negociado la cuestión.

⁷⁸² Cfr.: DE MOTT, D., “Beyond metaphor...”, cit., pp. 885 y ss., quien afirma que el “*hypothetical bargain*” approach, aplicable en el ámbito del Derecho de los contratos, no hace más que confundir el análisis en el ámbito del Derecho fiduciario. En una relación fiduciaria, las partes no controlarían la relación con la disponibilidad con que lo hacen en la relación contractual. Además, mientras que en la relación contractual, el incumplimiento conlleva la reparación por daños, en el ámbito fiduciario la solución sería distinta, los remedios serían significativamente más agresivos.

⁷⁸³ *Ibidem*, p. 889.

⁷⁸⁴ En este sentido cita el Caso *Peever v. Litton*, de 1939, en el que se demandaba al administrador de una sociedad y cuya sentencia destacaba lo que podría denominarse “mandamientos de la relación fiduciaria”. Entre ellos establecía el deber de: i) no servir los intereses propios antes que los del principal; ii) no manipular en beneficio propio los asuntos de la sociedad incumpliendo los *estándares* de decencia y honestidad; iii) no infringir el antiguo precepto de “no servir a dos señores”; iv) no utilizar la información interna de la sociedad, ni su posición estratégica en beneficio propio; v) no incumplir las normas de juego limpio (*fair play*) haciendo, a través de los sociedad, lo que no puede hacer directamente; etc. Al respecto, destaca EISENBERG, M., “The conception that of corporation is a nexus of contracts...”, cit., p. 835., que la auténtica lealtad (la moral) es mejor que la lograda por miedo al castigo y que aquella deben apuntar las sociedades, objetivo que no podría lograrse si se concibe a la sociedad como un mero conjunto de contratos.

fiduciaria sería aquella relación basada en la confianza del criterio del agente, en que el fiduciario actuará diligente y lealmente en interés del beneficiario. Esto, por lo demás, explicaría el hecho de que los beneficiarios tendieran, en la práctica, a relacionarse fiduciariamente con familiares o amigos cercanos en quienes más confían⁷⁸⁵.

La mayor intensidad de los deberes que caracterizarían las relaciones fiduciarias en comparación con otras relaciones jurídicas (más transparencia, más obligaciones abiertas, más restricciones a la posibilidad de aprovechar la posición ventajosa, mayor vinculación a la moral)⁷⁸⁶, explica CLARK, no derivaría de relaciones contractuales sino que habría sido desarrollada por los tribunales (*Common Law tradition*), para evitar los abusos del *management*⁷⁸⁷.

iv) *La justicia distributiva como contenido de los deberes fiduciarios*

Estrechamente vinculada con la perspectiva descrita, recientemente ha destacado el planteamiento del profesor Kent GREENFIELD, quien sostiene que la regulación de los deberes fiduciarios debería seguir el criterio de justicia distributiva, criterio que llevaría a los tribunales a aplicar una suerte de criterio de “proporcionalidad” en las relaciones fiduciarias societarias⁷⁸⁸. Explica GREENFIELD que si bien la justicia absoluta sería imposible de lograr, el objetivo de actuar del modo “más justo” posible no lo sería y que,

⁷⁸⁵ Cfr.: FRANKEL, T., “Fiduciary Law”, cit., p. 811, quien explica que uno de los medios alternativos al Derecho fiduciario para prevenir los potenciales abusos del agente sería mediante la prevención, designando a personas que no tengan conflictos de interés (familiares o amigos), aunque advierte que este mecanismo no sería realista por no poder ser aplicado en todos los casos.

⁷⁸⁶ En España coinciden con esta distinción QUIJANO GONZÁLEZ, J. y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios...”, cit., p. 946.

⁷⁸⁷ CLARK, R., “Agency cost versus fiduciary duties”, cit., pp. 76 y ss.

Para los “anticontractualistas”, según explica críticamente COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate law...”, cit., pp. 1625 y ss., el Derecho fiduciario se habría desarrollado con independencia de la ley de los contratos por lo que no estaría lógicamente gobernado por ella. Sin embargo, en la parte II de dicho trabajo, COFFEE, analiza la convergencia que se habría producido entre el deber de buena fe en el Derecho de los contratos y el deber de lealtad en el Derecho fiduciario

⁷⁸⁸ GREENFIELD, K., *The failure of corporate law...*, cit. pp. 231 y ss.

en función de ello, en lugar de actuar exclusivamente con el objetivo de incrementar el beneficio de los accionistas⁷⁸⁹, el administrador debería actuar con el objetivo de lograr una “mejor proporción” entre los diferentes *stakeholders* de la sociedad. El Derecho de sociedades, desde esta perspectiva, debería someter a los administradores a un conjunto de deberes fiduciarios que reconozcan la aportación de cada uno de los *stakeholders* y que los proteja de la eventual presión por actuar solamente en beneficio de los accionistas⁷⁹⁰.

Se afirma, además, que no sería cierto el argumento por el que se pretende adjudicar imperativamente el control de la sociedad a los socios capitalistas por ser ellos quienes asumen el mayor riesgo (el riesgo residual)⁷⁹¹. Para GREENFIELD los empleados, por ejemplo, asumirían, en cierto modo, mayor riesgo que los socios en la medida en que, por un lado, el mercado de trabajo sería sensiblemente más rígido que el de capitales (los empleados no gozarían, en general, de la denominada “*exit option*” que tienen los accionistas si no están de acuerdo con la administración de la sociedad) y, por otro, no tendrían la posibilidad de diversificar su riesgo (con varios empleos) como la tienen los accionistas, quienes pueden invertir en varias sociedades al mismo tiempo diversificando el riesgo asumido (de acuerdo a la teoría del portafolio).

3.1.2. El “*principal-agent approach*”

Otro sector de la doctrina norteamericana ha propuesto asimilar la relación fiduciaria a la relación de agencia, intensamente analizada y desarrollada en los ámbitos jurídico y económico anglosajón de las últimas décadas. Sin perjuicio de incorporar argumentos y nociones de naturaleza económica, esta perspectiva se encuentra sensiblemente vinculada a la

⁷⁸⁹ En este sentido, critica GREENFIELD, K., *The failure of corporate law...*, cit. p. 236, la opinión de algunos autores que han llegado a sostener que los administradores deberían violar la ley, si es que la ecuación costo-beneficio sigue resultando positiva considerando la pena por incumplimiento. Considera que de las sociedades debería esperarse que adopten decisiones basadas en valores, más allá de los puramente económicos.

⁷⁹⁰ *Ibidem*, p. 238.

⁷⁹¹ En el mismo sentido: MACEY, J., “An economic analysis of the various rationales for making shareholders the exclusive beneficiaries...”, cit. pp. 26 y ss.

aproximación dogmática anteriormente descrita en cuanto confía al ordenamiento positivo y, fundamentalmente, a la jurisprudencia, el diseño de la normativa jurídica que debe regir este tipo de relaciones para reducir al mínimo los costes de agencia derivados de la relación fiduciaria.

En este sentido, Robert COOTER y Bradley FREEDMAN⁷⁹², señalan tres elementos que caracterizarían, al igual que las relaciones de agencia, toda relación fiduciaria: i) separación de propiedad y administración de los bienes; ii) relaciones contractuales “*open-ended*”⁷⁹³ y iii) información asimétrica en relación a los actos de administración y al resultado de los mismos. Estas características mostrarían que los obstáculos para prevenir la actuación desleal o negligente de los agentes serían inherentes o naturales a toda relación fiduciaria, lo que, en definitiva, motivaría la regulación legal dirigida a reducir al mínimo posible su incidencia.

i) Separación propiedad-gestión

El objetivo esencial de los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades, entonces, sería conservar la eficiencia obtenida a través de la delegación en una persona experta o cualificada la administración o gestión de la empresa societaria⁷⁹⁴. Sin las ventajas que brinda la regulación legal de los deberes fiduciarios, el principal debería invertir sus recursos en controlar

⁷⁹² COOTER, R. y FREEDMAN, B., “The fiduciary relationship...”, cit., pp. 1051 y ss.

⁷⁹³ Según GOWER, L.C.B., *L Principles of modern company law*, cit., pp. 553 y ss., este elemento implicaría –además de las ya mencionadas reglas de actuación de buena fe y de evitar situaciones de conflicto–, la otra dirigida a prohibir la utilización de los poderes conferidos para objetivos distintos a los estipulados (*proper purpose*) y la de discrecionalidad para actuar en el ejercicio de su función (*unfettered discretion*). Esta última regla implicaría, entre otras cuestiones, que los administradores no podrían comprometer sus decisiones futuras. Respecto a esta cuestión, véase también el reciente trabajo de PAZ-ARES, C., “Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo”, cit., p. 1 y ss.

⁷⁹⁴ Cfr.: FRANKEL, T., “Fiduciary Law”, cit., p. 803. Toda relación fiduciaria elevaría el riesgo de que el fiduciario subutilice sus poderes delegados en detrimento del principal. Para FRANKEL, la experiencia habría demostrado que los mecanismos protectores diseñados fuera del Derecho fiduciario no habrían resultado eficaces para eliminar dicho riesgo. En efecto, la relación fiduciaria sólo aparecería cuando el principal no es capaz de controlar, por sí mismo, al agente.

minuciosamente al agente⁷⁹⁵, reduciendo significativamente el atractivo de este tipo de relaciones. Cuando el beneficiario no puede protegerse de los potenciales abusos del fiduciario por sí mismo, se considera que el Derecho debe intervenir para protegerlo mediante reglas sensibles a los peligros que la relación fiduciaria conlleva⁷⁹⁶.

ii) *Obligaciones abiertas*

Desde esta perspectiva, para garantizar el interés del beneficiario lo ideal sería que la relación fiduciaria estuviese regulada por un conjunto de normas que establecieran concretamente cómo deben actuar los fiduciarios en cada caso para hacerlo en el mejor interés del beneficiario. Sin embargo, las especiales características de este tipo de relaciones habrían llevado a reconocer en el fiduciario solamente obligaciones de carácter abierto (*open-ended duties*)⁷⁹⁷.

Al respecto, se ha señalado que, en la medida en que la administración del bien o interés adjudicado fiduciariamente requeriría, en general, la asunción de riesgos y el enfrentamiento con diversos grados de incertidumbre, la conducta concreta del fiduciario no podría ser establecida

⁷⁹⁵ Lo que, como advierte FRANKEL, T., “Fiduciary Law”, cit., pp. 813-814, tendría un doble problema. Por un lado, no siempre estaría legitimado para ello el principal, en la medida en que la relación fiduciaria no necesariamente sería siempre contractual; y por otro, dicho control insumiría en muchos casos altos costes que terminarían anulando las ventajas ofrecidas por la relación.

⁷⁹⁶ FRANKEL, T., “Fiduciary Law”, cit., p. 816.

Advierte posteriormente (Ibídem, pp. 824 y ss.) que los tribunales tendrían cinco formas de proteger al beneficiario: i) previniendo los posibles conflictos de interés a través, por ejemplo, de la limitación del *self-dealing* y la inversión de las cargas probatorias; ii) estableciendo mecanismos de control sobre el fiduciario –los tribunales fijan los controles que habrían fijado las partes de no haber sido altamente costoso hacerlo-; iii) estableciendo obligaciones legales de información; iv) incrementando la protección de los derechos de propiedad del beneficiario respecto de los bienes administrados por el fiduciario, y v) otorgando un rango moral a las obligaciones de carácter fiduciario –lealtad, fidelidad, buena fe y honor formarían parte del vocabulario básico de la relación fiduciaria implicando altos *estándares* morales-.

⁷⁹⁷ Cfr.: COOTER, R. y FREEDMAN, B., “The fiduciary relationship...”, cit., p. 1046; GUERRA MARTÍN, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses...*, cit., p. 420.

o reglada *a priori*, para todos los casos y circunstancias⁷⁹⁸. Es decir, como se advierte en el ámbito anglosajón, sería esencial a las relaciones fiduciarias la imposibilidad de determinar *ex ante* qué conductas beneficiarán comparativamente más al principal⁷⁹⁹.

iii) *Información asimétrica*

El constante control o supervisión del fiduciario por parte del beneficiario resultaría, en general, económicamente inasumible, por el coste de información necesario para llevarlo a cabo. Ciertamente, en sociedades cerradas o con pocos socios, quizás, dicho control sobre los administradores podría llegar a ser asequible. Sin embargo, en el caso de las grandes sociedades cotizadas con estructura de capital atomizado –normalmente desinteresado de la gestión (*rational apathy*)–, las dificultades de control sobre el órgano de administración parecerían evidentes. Podría decirse entonces que el beneficiario no tendría remedio mejor que “confiar” en el fiduciario: asumir el riesgo.

En este sentido, un incentivo para evitar las conductas desleales – propio de la teoría de la agencia, en la que se busca diseñar incentivos económicos para evitar efectos negativos– sería el establecimiento legal de castigos económicos iguales o mayores a los beneficios que el agente obtendría a través de su actuación desleal (*disgorgement*). Otro instrumento jurídico disponible para mitigar al problema de información asimétrica sería trasladar legalmente la carga de la prueba a quien comete la deslealtad. La lógica de la teoría sería que cuanto más “fácil” sea ser desleal, más atractivo será, por lo que la regulación debería dirigirse a hacer “menos atractiva” la deslealtad.

⁷⁹⁸ Cfr.: GARRIGUES, J., “De los administradores”, cit., p. 159; GONZÁLEZ, J. y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios...”, cit., p. 948.

⁷⁹⁹ COOTER, R. y FREEDMAN, B., “The fiduciary relationship...”, cit., p. 1048.

iv) *Respuesta del Derecho ante los problemas de la relación fiduciaria: la imposición de los deberes de lealtad y diligencia*

Ante la ineficacia de los remedios legales tradicionales, el Derecho habría reaccionado, por un lado, a través del desarrollo e imposición del *duty of loyalty*. Dicho deber jurídico estaría dirigido a establecer una serie de obligaciones que restringirían la capacidad de actuación del fiduciario ante cualquier situación en la que pudieran surgir conflictos entre su interés y el del beneficiario. Del deber de lealtad emanaría, a su vez, un conjunto de reglas (deberes fiduciarios de segundo grado) que reducirían significativamente el problema del diseño de mecanismos económico-contractuales dirigidos a la “disuasión” de conductas desleales, mejorando así las posibilidades de ejecutar los derechos del principal.

La lógica normativa del deber de diligencia, por su parte, sería distinta en cuanto no se estaría ante conductas dolosas del fiduciario, dirigidas a enriquecerse a costa del interés del principal, sino ante un juego de “suma positiva” en el que si se cumple con el deber, ambas partes se beneficiarían y si se incumple resultaría perjudicado el principal sin beneficio alguno para el agente⁸⁰⁰. El deber de diligencia haría referencia a la calidad del *decisión-making*⁸⁰¹. Es decir, estaría dirigido a introducir incentivos para elevar el estándar del trabajo y el esfuerzo de los agentes fiduciarios.

Como se advirtió anteriormente, se considera que si el principal pudiera controlar de forma exhaustiva al agente, se podría evitar la negligencia. Sin embargo, por razones de información asimétrica, tal ideal resultaría imposible. En la práctica, el principal solamente conocería los resultados de la actuación del fiduciario e intentaría inferir la calidad de su actuación con base en ellos. Para reducir al mínimo la incidencia de este problema, el desarrollo jurisprudencial habría llevado a los tribunales a establecer reglas objetivas acerca de “cuánto” esfuerzo sería “razonable” exigir al fiduciario. En este sentido, casos como *United States v. Carroll Towing Co.*, de 1947, habrían marcado el desarrollo de la jurisprudencia

⁸⁰⁰ Cfr.: PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., p. 18.

⁸⁰¹ HAMILTON, R., *The law of corporations*, cit., p. 444.

norteamericana en el ámbito del deber de diligencia concretando las normas que deberían seguir los agentes fiduciarios para no infringir este deber. Entre dichas reglas, se ha destacado especialmente la pronunciada por el Juez Learned HAND, que establece –según un criterio ciertamente económico aunque no contractual- que el fiduciario debe ser diligente mientras el costo de su diligencia no exceda el beneficio derivado de menores perjuicios al principal por actuaciones menos diligentes⁸⁰².

Dicho deber consistiría también en evitar asumir riesgos innecesarios. Sin embargo, se reconoce que la necesidad de asunción de riesgos cambiaría dependiendo del tipo de relación fiduciaria de que se trate y que, en consecuencia, el estándar exigible no debería ser igual, por ejemplo, para el *trustee* que para el administrador de sociedades de inversión de alto riesgo. En tal sentido, la regulación legal debería ser especialmente “prudente” al establecer las reglas que regularán cada relación fiduciaria, teniendo en cuenta que las cargas legales, en general, elevarían el costo del servicio prestado por el fiduciario, por lo que deberían ser proporcionales al beneficio que su aplicación conlleva.

En la misma línea, se ha señalado que el legislador debería tener en cuenta que el desarrollo legal excesivo de los deberes puede generar distorsiones en las relaciones jurídicas fiduciarias⁸⁰³. Así, por ejemplo, el carácter estricto de la regulación de los deberes podría incentivar a que los fiduciarios no aprovechen oportunidades convenientes de negocios para el principal, excediéndose en “prudencia”, por el riesgo de fracaso y la derivada responsabilidad legal ante el principal⁸⁰⁴. Por tal motivo, afirman COOTER y FREEDMAN, no resultaría conveniente el desarrollo legal de normas impositivas demasiado estrictas sino de prudente razonabilidad,

⁸⁰² Véase: COOTER, R. y FREEDMAN, B., “The fiduciary relationship...”, cit., p. 1059.

⁸⁰³ En este sentido, en el ámbito español, advierte GUERRA MARTÍN, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses...*, cit., p. 420, que los deberes fiduciarios son conceptos en evolución continua cuyo contenido depende de las circunstancias y contextos en los que los ubiquemos.

⁸⁰⁴ Cfr.: PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., pp. 69 y ss.

ajustable por el cambio de circunstancias y la evolución de la jurisprudencia (“*fresh litigation*”)⁸⁰⁵.

3.1.3. *Análisis contractual-económico: El “wealth maximizing approach”*⁸⁰⁶

El carácter esencialmente contractual de la naturaleza jurídica de los deberes fiduciarios ha sido descrito en el ámbito jurídico norteamericano, entre otros destacados juristas, por Frank EASTERBROOK y Daniel FISCHEL, reconocidos defensores de la teoría contractual-económica del Derecho (*Law and Economics*). Estos autores sostienen, en esencia, que los deberes fiduciarios serían, simplemente, una respuesta contractual a la imposibilidad de pre-establecer todas las obligaciones específicas de las partes en determinados tipos de contratos (como el que vincula al administrador con la sociedad), caracterizados por implicar altos costes de transacción⁸⁰⁷.

La relación típicamente fiduciaria se establecería cuando un sujeto no puede alcanzar su fin por sí mismo y, entonces, contrata a un especialista para lograrlo (*trustee*, administrador, abogado, etc.) quien acuerda “prestar su esfuerzo” para ello⁸⁰⁸. En tales casos, advierten EASTERBROOK y FISCHEL,

⁸⁰⁵ COOTER, R. y FREEDMAN, B., “The fiduciary relationship...”, cit., pp. 1067.

⁸⁰⁶ Según la mencionada clasificación realizada por COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate law...”, cit., p. 1624.

⁸⁰⁷ Véase: EASTERBROOK, F. y FISCHEL, D., “Contract and fiduciary duty”, cit., pp. 425 y ss. De la relación propia del agente, se habría pasado a la misma caracterización de otras relaciones fiduciarias bien diversas como la del guardián, el abogado, al administrador de sociedades o el bancario; de los mismos autores, los caps. 4 y 5 del libro *The Economic Structure of Corporate Law*, cit.; ROMANO, R., “Comment on Easterbrook and Fischel «Contract and fiduciary duty»”, en J. L. & E., 1993, p. 447, quien afirma que no resulta problemático afirmar que los deberes fiduciarios pueden ser mejor entendidos desde la aproximación contractual -aunque los tribunales no utilicen su vocabulario específico en las sentencias-, ni sostener que las aproximaciones no económicas a la cuestión no son capaces de explicar la doctrina de los deberes fiduciarios. Sobre el carácter necesariamente indeterminado de los deberes, véase LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit., p. 47, quien explica que en la doctrina norteamericana “como un ejemplo concreto de los denominados *relational contracts* o contratos de duración, en los que las partes sólo pueden establecer de forma genérica el contenido de las prestaciones recíprocas”; ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social...*, cit., pp. 33 y ss.

⁸⁰⁸ Cfr.: SITKOFF, R., “The economic structure of fiduciary Law”, cit., p. 1040.

fundamentalmente cuando la tarea a desarrollar es compleja o extendida en el tiempo o difícil de evaluar, resultaría irracional (“*silly*”) pretender negociar un contrato detallado de las obligaciones de las partes. Además, las personas no estarían en condiciones de predecir el futuro suficientemente como para resolver *a priori*, en el contrato, todas las posibles contingencias que podrán presentarse en el futuro⁸⁰⁹. En efecto, no habría demasiado que pactar expresamente cuando lo que se contrata es conocimiento y experiencia.

i) *Contratación hipotética (implicit contracting)*

La fiduciaria sería una relación de naturaleza contractual, que se perfeccionaría, en el caso administrador-sociedad, con la aceptación del administrador de su designación por la junta de socios, y que se caracterizaría, además, por la divergencia de intereses de las partes (una asumiría el riesgo y la otra gestionaría el patrimonio sin riesgo patrimonial)⁸¹⁰. Los deberes fiduciarios serían una solución a los problemas derivados de las relaciones contractuales de agencia, que necesariamente se presenta en todos los casos de “*incomplete contracting*”. Constituirían los estándares que habilitarían a los tribunales a decidir si los agentes –en su caso, los administradores- actuaron de la manera en la que habrían pactado las partes si hubieran sido capaces de anticipar todos los hechos y circunstancias⁸¹¹. Sin embargo, a diferencia de la perspectiva anteriormente descrita, el estándar de conducta del administrador no sería creado por la

⁸⁰⁹ EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., pp. 90-91. En la sociedad, como en otros contratos de duración continuada, los contratos de algunos sujetos que se vinculan con ella (trabajadores, financiadores, suministradores) pueden ser escritos con suficiente detalle, no siendo necesario el establecimiento de deberes fiduciarios. La incertidumbre y la necesidad de deberes fiduciario se encontraría en los titulares del beneficio residual –en general los accionistas-, quienes recibirían pocas garantías explícitas y, en su lugar, se les otorgaría el derecho de voto y la protección de los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad. En este sentido, se explica, los deberes fiduciarios irían “atados” a quienes asumen el riesgo marginal (*marginal risk*) porque son los que gozarían de los mejores (no perfectos, sino solamente, mejores) incentivos para adoptar las decisiones de inversión y administración adecuadas.

⁸¹⁰ Cfr.: LLEBOT MAJÓ, J.O., “Los deberes y la responsabilidad de los administradores”, cit., p. 28.

⁸¹¹ Cfr.: SITKOFF, R., “The economic structure of fiduciary Law”, cit., p. 1044.

jurisprudencia sino implícitamente por las partes del contrato que vincula al administrador con la sociedad.

La fundamentación contractualista explicaría, en este sentido, el hecho de que los administradores de sociedades de capital se encuentren vinculados fiduciariamente a los socios y no a los acreedores y/o trabajadores. Mientras que con estos podrían contratar minuciosamente las condiciones de la relación a bajo coste (no habría costes de transacción significativos por lo que no se presentaría el problema), con aquellos –por ser titulares del interés residual y por la imposibilidad de prever las futuras posibles contingencias-, los costes de especificar contractualmente las obligaciones específicas resultarían prohibitivos por lo que resultaría más eficiente recurrir al instrumento de los deberes fiduciarios, basado en la voluntad hipotética de las partes⁸¹².

El rol de los deberes fiduciarios debería ser ubicado, desde esta perspectiva, en el contexto de los problemas de contratación a largo plazo, en los que resultaría muy costoso intentar anticipar toda posible contingencia⁸¹³. Constituirían términos implícitos de la contratación el deber de buena fe y los deberes fiduciarios en cuanto cláusulas capaces de reducir los costes de transacción en los que las partes deberían incurrir si tuvieran que prever soluciones a problemas remotos. En lugar de obligaciones concretas, se asumirían contractualmente –explícita o implícitamente- los deberes de lealtad y diligencia, los que permitirían al principal asegurarse de no quedar enteramente sujeto a lo que discrecionalmente resolviera hacer el fiduciario (“*fiduciary package*”)⁸¹⁴.

⁸¹² EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., “Contract and fiduciary duty”, cit., p. 437.

⁸¹³ BUTLER, H. y RIBSTEIN, L. “Opting out of fiduciary duties...”, cit., p. 28.

En el mismo sentido, en España, LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit., p. 129, quien llega a afirmar que no cabría duda de la naturaleza contractual de los deberes fiduciarios de los administradores, los que surgirían de la relación contractual sociedad-administrador.

⁸¹⁴ Cfr.: LLEBOT MAJÓ, J.O., “Los deberes y la responsabilidad de los administradores”, cit., p. 29, quien explica que se trataría de un contrato incompleto en la medida en que a las partes no les “compensaría” establecer una regulación exhaustiva de la relación aun conociendo el alto riesgo de conflicto de interés. Los deberes fiduciarios se deberían, para LLEBOT (Ibídem, p. 27), sólo a la sociedad y no a los terceros. Sin embargo, señala, desde una perspectiva abiertamente contractualista, ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Recensión a

ii) *Criterio de maximización del beneficio (wealth maximizing)*

Para dotar de contenido a dicho “*package*” implícito, EASTERBROOK y FISCHER proponen la aplicación de la premisa básica del análisis económico del Derecho, que presume que en toda relación contractual, las partes actúan racionalmente y “entran en el negocio” para obtener un beneficio económico (“*to gain*”). En función de dicha premisa, sostienen que el contenido de los deberes fiduciarios debe ser aquel que maximice el beneficio total del negocio (*suma positiva*), para que, posteriormente, el mismo pueda ser dividido entre las partes. El ordenamiento debería, en tal sentido, establecer las reglas capaces de maximizar la eficiencia, que las partes hubieran establecido (*implicit contracting*) en una situación ideal, sin costes de transacción⁸¹⁵. Las partes, entonces, solo necesitarían establecer explícitamente los términos que consideren subjetivamente importantes, quedando los demás bajo la obligación fiduciaria implícita que vendría a rellenar todo lo no pactado expresamente por las partes (“*filling the gaps*”)⁸¹⁶, de acuerdo a los postulados del criterio de eficiencia económica.

Para EASTERBROOK y FISCHER, las disposiciones legales (incluso las imperativas) serían mejor entendidas como implícitas condiciones contractuales⁸¹⁷. En este sentido, se afirma que los deberes fiduciarios no

Ángel Rojo y Emilio Beltrán (directores), *La responsabilidad de los administradores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2005”, en *InDret*, nº 2/2005, p. 2, poco después, en el mismo trabajo, LLEBOT se contradiría al fundar la imperatividad de los deberes fiduciarios en la protección de la posición jurídica de los terceros. Desde nuestro punto de vista, la posición de LLEBOT, indirectamente, estaría reconociendo que la sociedad no sería, solamente, un contrato entre socios capitalistas sino que implicaría también los intereses contractuales de terceros.

⁸¹⁵ EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., “Contract and fiduciary duty”, cit., pp. 426-427. Para fundamentar su posición, estos autores citan las ideas desarrolladas por COASE, R. en su trabajo “The problem of social cost”, cit.

⁸¹⁶ Cfr.: SITKOFF, R., “The economic structure of fiduciary Law”, cit., p. 1044. Agrega el autor que los deberes fiduciarios también minimizan los “*errors costs*”, en la medida en que el *Common Law* habría creado un complejo cuerpo de normas fiduciarias al que deben sumarse los tratados doctrinales que lo comentan, todo lo cual contribuiría a mejorar significativamente la previsibilidad de las soluciones.

⁸¹⁷ A fundamentar esta idea dedicaron EASTERBROOK y FISCHER el libro *The Economic Structure of Corporate Law*, cit. Véase especialmente las pp. 92 y ss., donde sostienen que no debería utilizarse el instrumento de los deberes fiduciarios para otro objetivo que no sea

gozarían de características jurídicas particulares que los diferenciarían de otras relaciones contractuales, como sostiene el sector de la doctrina anteriormente descrito⁸¹⁸, sino que serían semejantes a cualquier otra relación contractual. En efecto, las aproximaciones no económicas a la cuestión, si bien tendrían la ventaja de otorgar uniformidad a las relaciones fiduciarias permitiendo su más cómoda clasificación, no serían capaces de explicar las diferencias entre las diversas formas de relaciones fiduciarias⁸¹⁹. Ninguna aproximación no-económica sería capaz de explicar adecuadamente los fundamentos de las normas fiduciarias, como lo hace la

la maximización del beneficio de los accionistas, en la medida en que su razón de ser sería, exclusivamente, la reducción de los costes de transacción de dichos accionistas.

⁸¹⁸ Véase, entre otros: BRUDNEY, V., “Corporate governance...”, cit., pp. 1403 y ss.; CLARK, R., “Agency costs versus fiduciary duties”, cit., pp. 55 y ss.; DE MOTT, D., “Beyond metaphor...”, cit., pp. 879 y ss.; HOWARD, J., “Fiduciary relations in corporate Law”, en *Canadian Bus. L. J.*, nº 19, 1991, pp. 1 y ss.

⁸¹⁹ Así, argumentan que, por ejemplo, DEMOTT, D., “Beyond Metaphor...”, cit., por ejemplo, “se quedaría sin teoría” en la medida en que sostiene que los deberes fiduciarios implicarían equidad y honestidad (*fairness and honesty*) y que el fiduciario debería actuar en el mejor interés del principal, descripción que consideran instrumental, derivada de las características especiales de algunas de las relaciones fiduciarias conocidas, pero no de todas.

Por su parte, las teorías que explican el fundamento de los deberes sobre la base del “enriquecimiento injusto” o de la idea de “dependencia” –la relación fiduciaria surgiría cuando una persona deposita su confianza en otra- también resultarían criticables por recurrir a argumentos circulares. Asimismo, se propone descartar la teoría que concibe y diferencia la relación fiduciaria por la presencia del elemento “administración de *propiedad ajena*”, en la medida en que tal situación no se produciría en la mayoría de las relaciones fiduciarias –sino específicamente en el caso del *trust*-, así como la teoría de la “relación desigual” –asimetría de información entre las partes del contrato-, por no presentarse tampoco en todos los casos, y la teoría del “poder y *discrecionalidad*”, condiciones consideradas necesarias pero no suficientes para explicar el fenómeno fiduciario (si esta fuera la nota distintiva, se advierte, todas las relaciones comerciales serían fiduciarias y la categoría perdería razón de ser).

Por su parte, el “*principal-agent approach*”, supondría erróneamente que en las relaciones fiduciarias no hay costes de transacción. Así lo advierte el acreditado economista HART, O., “An economist view of fiduciary duty”, cit., pp. 300 y ss., quien se muestra partidario de la aplicación de la teoría del “*incomplete contracting*” para los deberes fiduciarios y señala que para entender adecuadamente el fenómeno de los deberes fiduciarios debería salirse de la teoría agente-principal e incorporarse la cuestión de los costes de transacción derivados de la redacción de los contratos y de las necesarias lagunas en los mismos.

aproximación económico-contractual⁸²⁰. El punto clave, coinciden BUTLER y RIBSTEIN, sería entender que los deberes fiduciarios no son una forma distinta de contrato sino una de varias formas de organización contractual⁸²¹.

Desde esta perspectiva, entonces, los deberes generales de actuar de buena fe y de evitar actuaciones oportunistas, propios del Derecho general de la contratación, se transformarían en deberes fiduciarios cuando los costes de transacción derivados de la negociación de las condiciones aumenten, como consecuencia de las especiales características de las partes y de las circunstancias que afectan la relación⁸²². Los deberes de diligencia y lealtad, así como las reglas específicas de ellos derivadas, no serían más que el desarrollo de dichas cláusulas generales consideradas implícitamente comprendidas en toda relación contractual. Buscar una noción de los deberes fiduciarios distinta, estaría, para EASTERBROOK y FISCHER, condenada al fracaso⁸²³.

iii) *Carácter contractual de los remedios por incumplimiento*

Por lo demás, las consecuencias del incumplimiento de los deberes fiduciarios también serían explicables a través del método de interpretación “*coaseano*” de contratación implícita o ideal, basada en el criterio de

⁸²⁰ EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., “Contract and fiduciary duty”, cit., p. 436.

Advierten, al respecto BUTLER, H. y RIBSTEIN, L. “Opting out of fiduciary duties...”, cit., pp. 4 y ss., que juristas como BRUDNEY, COFFEE, CLARK y BLACK, ignorarían la teoría económica necesaria para poder interpretar adecuadamente la realidad empresarial que regula el Derecho de sociedades. Las perspectivas no contractualistas, como *normative views* deberían contemplar en su política jurídica la teoría económica.

⁸²¹ BUTLER, H. y RIBSTEIN, L. “Opting out of fiduciary duties...”, cit., p. 28. Las partes, según estos autores, compararían la solución ofrecida por los deberes fiduciarios y las de otras formas contractuales y elegirían la que más les convenga. El remedio ofrecido por los deberes fiduciarios no sería perfecto pero, en muchos casos, el *trade off* (la relación costo-beneficio) llevaría a las partes a elegir este tipo de solución como alternativa a los altos costes de transacción derivados de establecer soluciones concretas a diversas cuestiones.

⁸²² Véase: ALCALÁ DÍAZ, M. A., “El conflicto de interés socio-sociedad...”, cit., p. 91, quien afirma que el deber de fidelidad consistiría en la “traslación” al ámbito societario del principio de buen fe que regula las obligaciones contractuales.

⁸²³ EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., “Contract and fiduciary duty”, cit., p. 438.

eficiencia económica⁸²⁴. Así, aunque en apariencia resulte “anticontractual”, obligar al fiduciario incumplidor a restituir todo el beneficio obtenido como consecuencia del incumplimiento del deber de lealtad (criterio reconocido por la jurisprudencia *-disgorgement-*), podría considerarse implícito en los contratos en la medida en que cuando el incumplimiento es difícil de detectar, sería razonable inferir que las partes, en un escenario ideal de costes de transacción nulos, pactasen un castigo superior al normal (castigo proporcional al perjuicio causado al beneficiario) para incentivar o garantizar el cumplimiento. Sin embargo, las circunstancias de cada caso variarían y “lo razonable” en algunos casos podría no serlo en otros, en los que lo más adecuado sería la aplicación de otras reglas, dirigidas a generar los incentivos adecuados para maximizar el beneficio económico total⁸²⁵.

La lógica económica indicaría que los castigos basados en el beneficio obtenido por el infractor desalentarían las transacciones y, en general, resultaría más adecuado aceptar el riesgo de deslealtad que impedir la existencia de toda una categoría de transacciones a través de amenazas de castigos desproporcionados⁸²⁶. No obstante, EASTERBROOK y FISCHER consideran que, desde el punto de vista contractualista, el *disgorgement* no siempre resultaría perjudicial y contrario al principio de maximización. Para explicarlo, citan el Caso *Snepp v. United States*, de 1980, en el que se juzgó a un ex agente de la CIA (*Central Intelligence Agency*) que había publicado sus memorias sin previa revisión de la autoridad estatal, tal como se había pactado previamente para garantizar que no se hiciera pública información secreta relevante. En dicho caso, la Suprema Corte de EEUU resolvió quitarle todas las ganancias obtenidas por la venta de su libro

⁸²⁴ *Ibidem*, pp. 441 y ss. Sobre el mencionado método de interpretación propuesto por Ronald COASE, véase su conocido trabajo “The problem of social cost”, *cit.*

⁸²⁵ Para fundamentar estas ideas, los autores citan el Caso *Boardman v. Phipps*, de 1976, en el que un *trustee* se había apropiado de un gran beneficio del principal y el tribunal resolvió quitar todo el beneficio al demandado adjudicándose al beneficiario para luego establecer una “generosa compensación” a favor del *trustee* como premio a su esfuerzo. De este modo, explican, se incentiva al *trustee* para que busque y desarrolle oportunidades de negocio, al tiempo que se protege adecuadamente el interés del beneficiario. Es decir, el Derecho no se dedicaría siempre a castigar al fiduciario incumplidor, sino a establecer lo que habrían pactado las partes.

⁸²⁶ Véase: FARNSWORTH, A., “Your loss or my gain?: The Dilemma of the disgorgement principle in breach of contract”, en *Yale L. J.*, nº 94, 1985, pp. 1339 y ss.

(*disgorgement*). Pues bien, de acuerdo al principio “*coasesiano*” de interpretación (*implicit contracting*), debería haberse establecido como castigo aquel que hubieran establecido las partes en un escenario ideal sin costes de transacción. Considerando que, en el caso, las pérdidas por publicar información secreta podrían llegar a ser muy significativas (incluso mayores que las ganancias por la venta de los libros), “resultaría razonable concluir” que las partes, de haberlo previsto expresamente al momento de contratar (contratación hipotética), habrían pactado el *disgorgement* como mecanismo eficaz para evitar el incumplimiento contractual, considerado altamente perjudicial⁸²⁷.

iv) *Función del Derecho positivo en el ámbito fiduciario*

El desarrollo normativo de los deberes fiduciarios tendría como efecto inmediato el de promover la negociación contractual explícita de las condiciones y eventuales castigos por incumplimiento, por quienes prefieran “evitar” las soluciones normativas preestablecidas por el Derecho, cuando subjetivamente consideren que estas no se ajustan a las circunstancias e intereses concretos de las partes. Las normas jurídicas positivas, entonces, inducirían a negociar a las partes soluciones alternativas. En otros términos, reducirían los costes de transacción ofreciendo soluciones subsidiarias: parámetros objetivos sobre los cuales negociar.

En definitiva, concluyen EASTERBOROOK y FISCHER, cuando los contratos regulen la cuestión, los tribunales deberían limitarse a hacer cumplir lo dispuesto contractualmente; cuando la contratación sea posible, los tribunales deberían inducir a las partes a negociar, y cuando los costes de transacción fueran demasiado altos (prohibitivos), los tribunales deberían establecer reglas de presunción –lo que hubieran pactado las partes en un escenario ideal sin costes de transacción– que maximicen el beneficio de ambas partes⁸²⁸.

⁸²⁷ Cfr.: EASTERBOROOK, F. y FISCHER, D., “Contract and fiduciary duty”, cit., p. 444. En el mismo sentido, SITKOFF, R., “The economic structure of fiduciary law”, cit., p. 1048.

⁸²⁸ EASTERBOROOK, F. y FISCHER, D., “Contract and fiduciary duty”, cit., p. 446.

3.2. **Apreciación crítica**

3.2.1. *Valoración de las perspectivas jurídicas descritas*

Las diferentes descripciones de la naturaleza jurídica de los deberes fiduciarios expuestas se centran fundamentalmente en explicar el contenido de los deberes más que el fenómeno de los deberes en sí mismo considerado. Es decir, procuran explicar jurídicamente las razones por las cuales se llega a una misma conclusión: que el administrador de sociedades debe ser diligente y leal, de acuerdo a un conjunto de reglas derivadas de esos estándares principales. Así, mientras unos fundamentan la existencia de los deberes en una obligación de carácter moral, derivada de la confianza depositada y de la situación de indefensión en que se encontraría el beneficiario, otros la encuentran en la respuesta que habría encontrado el *Common Law* para reducir los costes de agencia y, otros, por fin, en la negociación contractual hipotética basada en el criterio de eficiencia económica. Seguidamente, se describen los errores atribuibles a cada una de ellas:

i) *Inconsistencia del “moral approach” a los deberes fiduciarios*

La perspectiva jurídica que fundamenta la relación fiduciaria, esencialmente, en la confianza depositada por el beneficiario en la pericia y honestidad del fiduciario parecería inconsistente, al menos, en el ámbito de las relaciones fiduciarias societarias, en la medida en que en ellas, en los hechos, no existiría confianza entre las partes⁸²⁹. Tanto es así que, en la práctica, se han centrado los esfuerzos en el diseño de diversos mecanismos dirigidos a alinear los intereses de las partes, originalmente en conflicto, en el entendido de que, *a priori*, no se confía en que el fiduciario actuará, por propia iniciativa, de forma diligente y leal.

La existencia o no de confianza en la relación fiduciaria no tendría, en realidad, efectos jurídicos relevantes. Si existe una relación de confianza entre el agente y el beneficiario, las repercusiones “morales” en caso de incumplimiento de los deberes podrán ser más graves. Sin embargo, desde

⁸²⁹ Cfr.: ALCES, K., “Debunking the corporate fiduciary myth”, cit., p. 2.

el punto de vista jurídico no cabría diferenciar aquellas relaciones fiduciarias en las que media confianza de las que no. Así, en el caso particular de los administradores de sociedades, su designación puede estar motivada por la confianza que merecen al beneficiario o por otras razones, como ocurre generalmente, relacionadas con su competencia profesional o su experiencia. En ambos casos se entablaría una relación fiduciaria. Sin embargo mientras en la primera el motivo que promueve su nacimiento sería la confianza, en la segunda las razones del nombramiento serían otras.

La línea argumental seguida por el “*moral approach*” sería, además, contradictoria. En efecto, no tendría sentido la intervención paternalista del Derecho que promueve esta perspectiva, con el objetivo de proteger el interés vulnerable del beneficiario, si realmente fuera cierto que existe confianza del beneficiario en la honestidad del fiduciario. En realidad, como no hay confianza y sí una posición dominante del fiduciario –que incentivaría la actuación oportunista- es que se propone la intervención protectora del Derecho. No sería, en este sentido, una relación con repercusiones morales, porque la existencia de confianza, no definiría el contenido de las normas fiduciarias.

La confianza llevaría, simplemente, a reducir las posibilidades de incumplimiento. Al contrario de lo que se afirma, haría, probablemente, menos necesaria la presencia coercitiva de los deberes jurídicos fiduciarios. Justamente, la posibilidad de designar a alguien en quien se tiene confianza implicaría una ventaja comparativa importante frente a los competidores porque ello implicaría reducir sensiblemente los costes de agencia derivados de la relación. En tales casos no harían tanta falta los remedios diseñados para proteger el interés del beneficiario: ni incentivos económicos, ni deberes fiduciarios. La confianza sería un remedio más para reducir los costes de agencia de la relación, no el fundamento de la misma ni de los remedios previstos para reducir sus perjuicios.

En la misma línea, sostener, como hacen FRANKEL o DE MOTT, que la diferencia entre el ámbito contractual y el fiduciario, sería que mientras en el primero el interés personal sería la norma, en el segundo, se exigiría proteger el interés de un tercero con preferencia al propio, no sería cierto, al menos, en el ámbito empresarial. La realidad sería que las personas siempre

actúan en interés propio. Lo que sucedería es que ambos intereses pueden coincidir como consecuencia de una serie de condiciones y/o incentivos (por ejemplo, económicos, familiares, etc.).

La aproximación moral a la noción jurídica de la relación fiduciaria, parte de la base de que el beneficiario se encuentra, en todo caso en una situación vulnerable frente al fiduciario para justificar la intervención imperativa del Derecho, dirigida a equilibrar las posiciones de ambas partes. Esta forma de pensar implicaría incurrir en el ya mencionado “prejuicio paternalista” propio de la visión institucionalista del Derecho que considera que el legislador sería el depositario de “la” justicia ideal y, como tal, sería capaz de establecer las normas positivas imperativas dirigidas a equilibrar las relaciones jurídico-privadas de las personas, evitando las injusticias que podrían producirse de no intervenir. Como ha sido puesto de manifiesto en apartados anteriores del presente trabajo, esta perspectiva sería equivocada en la medida en que no sería cierto, y más aún en el ámbito mercantil en el que las condiciones cambian constantemente, que el legislador sea capaz de conocer *a priori* “lo justo” para todos los casos. Es cierto que, en general, el beneficiario se encuentra en una posición difícil o desventajosa frente al fiduciario porque no cuenta con la información ni las posibilidades de control que resultarían deseables. Sin embargo, la intervención del legislador, en la medida en que no contaría con los elementos de juicio necesario, llevaría, en muchos casos a perjudicar aún más su posición⁸³⁰.

También se ha justificado la intervención legislativa en el ámbito fiduciario con el argumento de que ella sería necesaria para proteger los intereses de la comunidad –el bien común-, para los que sería beneficiosa la existencia de relaciones fiduciarias⁸³¹. Se considera que si el Derecho no interviene, en la medida en que el beneficiario se encuentra en una situación vulnerable, las relaciones fiduciarias tenderían a desaparecer porque los

⁸³⁰ En este sentido: MACEY, J., “An economic analysis of the various rationales for making shareholders the exclusive beneficiaries...”, cit. p. 26, advierte que la normativa *pro-stakeholders* ha llevado en muchos casos a favorecer la situación de los fiduciarios (managers y administradores); JENSEN, M., “Value maximization, Stakeholder Theory, and the corporate objective function”, en *Journal of Applied Corporate Finance*, 2001, disponible en <http://papers.ssrn.com/abstract=220671>.

⁸³¹ FRANKEL, T., *Fiduciary Law*, cit., p. 6.

beneficiarios no verían atractiva la figura. Sin perjuicio de que este tipo de argumentación implicaría indirectamente admitir la naturaleza contractual de la relación fiduciaria, ya que reconocería el carácter voluntario de la relación, parecería equivocado en su premisa, en la medida en que no sería cierto que la existencia de relaciones fiduciarias sea beneficiosa, en sí misma, para la comunidad social. La relación fiduciaria debe ser, en primer lugar y antes que nada, beneficiosa para las partes que intervienen en ella, no solamente desde el punto de vista económico directamente, sino en el sentido amplio de la palabra. Solo así, podrá ser luego beneficiosa para la comunidad en general. En tal sentido, la intervención coactiva de la legislación, solamente tenderá a incrementar los costes de la relación haciéndola menos atractiva para el agente fiduciario, esto es, más costosa para el beneficiario.

Por otro lado, las dificultades, reconocidas por la propia perspectiva “moralista” de los deberes fiduciarios, para concretar el alcance de los deberes más allá de fórmulas generales como “mayor esfuerzo posible” o “prudencia razonable” constituyen una carencia más que recuerdan a las críticas que hace PAZ-ARES al argumento basado en los principios configuradores del tipo de la perspectiva institucionalista del Derecho de sociedades⁸³². En efecto, en el mismo sentido que el expresado brillantemente por el jurista español, no resultaría posible establecer con precisión qué implica esa confianza como fundamento de los deberes fiduciarios imperativos. En realidad, no se trataría de un deber genérico de no traicionar la confianza sino de cumplir lo pactado explícita o implícitamente. En definitiva, la gran desventaja de inseguridad jurídica que se percibe en la aproximación moral a los deberes fiduciarios⁸³³ desaparecería desde la aproximación contractual a la cuestión.

Tampoco resulta compartible la relación que la criticada aproximación propone de los deberes fiduciarios con el concepto de buena fe. En efecto,

⁸³² PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., pp. 192 y ss.

⁸³³ Cfr.: QUIJANO GONZÁLEZ, J. y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios...”, cit., p. 948; MORILLAS JARILLO, M.J., *Las normas de conducta de los administradores de sociedades...*, cit. y GUERRA MARTÍN, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses...*, cit., pp. 416 y ss.

se identifica la buena fe con la observancia de estándares comerciales razonables estrechamente vinculados a valoraciones de tipo moral⁸³⁴. Es decir, no se referiría a la buena fe contractual sino a la adecuación de la actuación del fiduciario al ordenamiento moral comercial. Desde nuestro punto de vista, la primera norma moral aplicable en el ámbito empresarial sería cumplir, de buena fe, lo implícita o explícitamente pactado. Esto es, el contenido preciso de la actuación “moral” no derivará de normas objetivas externas sino de lo pactado, libre y responsablemente, entre las partes, que podrá ser una cosa o la contraria, siendo ambas admisibles. Así, por ejemplo, aprovechar o no aprovechar las oportunidades de negocio de la compañía podría ser alternativamente el contenido de la disposición contractual, y el administrador actuará jurídica y moralmente, aprovechando la oportunidad de negocios de la sociedad si es que así estaba establecido en el contrato. A este respecto el ordenamiento moral objetivo no tendría nada que decir.

En el mismo sentido, sin perjuicio de reconocer que el criterio de justicia como fundamento de los deberes fiduciarios de los administradores, propuesto por GREENFIELD, tendría la virtud de mostrar el carácter reduccionista del criterio de maximización del beneficio (*shareholder value*) sostenido por la doctrina contractualista; incurriría en el perjuicio o error de pretender que los tribunales o, en su caso, los legisladores son capaces de determinar *a priori*, e imponer *a posteriori*, el criterio de justicia que regirá la actuación de los administradores y sus deberes fiduciarios (prejuicio tecnocrático). Dicho criterio que, según GREENFIELD, debería inspirar al ordenamiento jurídico positivo, no sería desde nuestro punto de vista, en principio, necesariamente incompatible con el análisis contractual de los deberes fiduciarios. En efecto, lo justo en cada caso, dar a cada uno lo suyo, implicaría, en primer lugar, hacer cumplir lo libremente pactado por las partes y, en caso de que la cuestión concreta no se hubiera pactado explícitamente o se constatará la presencia de “abusos”, entonces sí, aplicar subsidiariamente el criterio de justicia, que seguramente habrá de contemplar la proporcionalidad y también —en caso de que así se dependa

⁸³⁴ Así: COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate law...”, cit., pp. 1653 y ss.

de la aplicación del criterio de contratación hipotética-, el de la maximización del beneficio⁸³⁵.

Ahora bien, el criterio de justicia a ser recogido por tribunales y legisladores para integrar subsidiariamente la relación fiduciaria, no debería basarse en la proporcionalidad a la que hace referencia GREENFIELD, según el criterio subjetivo, circunstancial y no necesariamente justo, de cada tribunal o legislador, sino en aquella otra, basada en la “costumbre” – elemento clave integrador del Derecho mercantil- que recogería las razonables y reales expectativas de las partes, así como la experiencia exitosa del mercado en la solución de cuestiones similares. En efecto, la costumbre constituiría la más adecuada fuente de Derecho subsidiaria al pacto explícito, considerada “justa” en la medida en que habría gozado de “buenos resultados” en varias relaciones contractuales anteriores. Su éxito en la práctica –protagonizado por sujetos en similares circunstancias- es lo que le daría una legitimidad mayor que el criterio de maximización de la eficiencia o el criterio subjetivo de justicia que pudiera tener el tribunal o legislador de turno.

En efecto, podría suceder que en un momento determinado el criterio de maximización del beneficio llegue a constituir la costumbre y, en tal sentido, los jueces deban aplicar subsidiariamente dicho criterio. Sin embargo, ello en ningún caso negaría la posibilidad de que las partes, en cada caso concreto, resuelvan expresamente separarse de dicho criterio⁸³⁶ y ajustarse a otro distinto; criterio que los jueces, en caso de conflicto, deberán respetar y ejecutar sin excepción, salvo que se constate la existencia de abusos al momento de contratar. Este criterio, de resultar “exitoso”, tendería a ser recogido por otros, lo que paulatinamente llevaría a modificar la costumbre mercantil y, en definitiva, el Derecho.

⁸³⁵ Véase: HUERTA DE SOTO, J., *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, Unión Editorial, Madrid, 2009, pp. 23 y ss., donde se explica el carácter evolutivo de las instituciones jurídicas en un proceso de descubrimiento de las normas que más adecuadamente se ajustan a la naturaleza humana.

⁸³⁶ De hecho, como advertirían EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., “Contract and fiduciary duty”, cit., p. 444, la costumbre (el Derecho) induciría a pactar explícitamente a las partes en caso de que otra solución jurídica se ordene más adecuadamente a sus necesidades e intereses subjetivos que la prevista legalmente.

ii) *Insuficiencia de la aproximación a los deberes desde la teoría de la agencia*

La segunda perspectiva analizada (*principal-agent approach*) tendría la virtud de detectar concretamente los problemas jurídicos más importantes a los que se enfrentan los sujetos que se vinculan fiduciariamente: i) separación de la propiedad y de la gestión, ii) imposibilidad de establecer reglas concretas de actuación al fiduciario y iii) dificultades de control por información asimétrica⁸³⁷. Sin embargo, las conclusiones derivadas de la identificación de tales problemas no parecen adecuadas. En efecto, afirmar que la intervención imperativa del Derecho deviene necesaria ante las dificultades en que se encontraría el beneficiario para proteger sus intereses, dirigidas a preservar la eficiencia de las relaciones fiduciarias, determina que esta aproximación merezca semejantes críticas a las atribuidas a la aproximación moralista, anteriormente enumeradas.

En efecto, esta perspectiva considera al Derecho fiduciario una creación de origen eminentemente jurisprudencial, como si los tribunales fueran capaces de diseñar, en abstracto, las reglas aplicables imperativamente a todas las relaciones fiduciarias. De hecho, sería el reconocimiento de esta carencia lo que llevaría a sus propios promotores a advertir que no resulta conveniente el desarrollo legal de normas impositivas demasiado estrictas sino, solamente, de prudente razonabilidad, ajustables por el cambio de circunstancias y la evolución de la jurisprudencia⁸³⁸.

⁸³⁷ Como se advertía al presentar la aproximación contractual al concepto de relación fiduciaria, estas características no resultarían suficientes para definir jurídicamente el concepto. Mientras la primera de ellas estaría solamente en algunas relaciones fiduciarias (fundamentalmente en el *trust*) las otras constituirían condiciones necesarias pero no suficientes para definir el concepto.

Por otra parte, como advierte HART, O., “An economist view of fiduciary duty”, cit., pp. 300 y ss., este planteamiento parecería olvidar la existencia de altos costes de transacción en las relaciones fiduciarias.

⁸³⁸ COOTER, R. y FREEDMAN, B., “The fiduciary relationship...”, cit., pp. 1067.

iii) Limitaciones de la aproximación contractual-económica

La aproximación jurídica contractual a los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades tendría el mérito, en primer lugar, de advertir el carácter eminentemente contractual de la relación fiduciaria y, en segundo lugar, de incorporar al análisis el concepto de contratación hipotética como instrumento decisivo dirigido a definir el contenido de los deberes fiduciarios. Sin perjuicio de ello, de la idea básica de negociación hipotética como respuesta a escenarios contractuales de altos costes de transacción, la doctrina contractualista extrae una serie de conclusiones, de naturaleza lógica, por lo menos contingente que merecen ser señaladas.

Con relación a la vinculación conceptual de los deberes fiduciarios al mecanismo de negociación hipotética de los contratos cuyas características implican altos costes de transacción, se ha señalado que sería una noción incompleta por exceso y por defecto⁸³⁹. En efecto, por un lado, algunas relaciones jurídicas se caracterizarían por ser altamente costosas en su negociación o claramente incompletas en sus términos y, sin embargo, no serían consideradas fiduciarias por nadie⁸⁴⁰ y, por otro lado, puede suceder que un contrato se redacte detalladamente previendo las posibles contingencias y, sin embargo, se mantenga el carácter fiduciario de la relación. Es decir, la naturaleza jurídica de los deberes fiduciarios no dependería exclusivamente del carácter incompleto de los contratos derivado de altos costes de transacción. De lo contrario, debería darse la razón a quienes recientemente han sostenido que los deberes de los administradores habrían paulatinamente dejado de ser fiduciarios. En efecto, se ha llegado a cuestionar la premisa fiduciaria de la regulación del *corporate governance*, sosteniéndose que la relación administrador-sociedad no sería ya, o al menos no solamente, fiduciaria sino estandarizada, gracias a las diversas reglas desarrolladas por la jurisprudencia en torno a la actuación debida por parte del *management* en las últimas décadas⁸⁴¹. Llevado al

⁸³⁹ Véase: LABY, A., “The fiduciary obligation as the adoption of ends”, cit., pp. 110 y ss.

⁸⁴⁰ Cfr.: SMITH, G., “The critical resource theory of fiduciary duties”, cit., p. 1447.

⁸⁴¹ Cfr.: ALCES, K., “Debunking the corporate fiduciary myth”, cit., quien sostiene que una relación originalmente concebida como fiduciaria puede crecer y con el tiempo perder ese carácter fiduciario. La realidad práctica indicaría que no existe relación de confianza alguna

extremo el argumento, a medida que avanza la jurisprudencia en la articulación de las normas, la relación sería cada vez menos fiduciaria en la medida en que la relación sería menos abierta (menos *open-ended*) y los costes de transacción en torno a ellas disminuirían sensiblemente.

En segundo lugar, no puede compartirse la aplicación del principio de eficiencia económica como exclusivo mecanismo de integración del *package* fiduciario, en la medida en que –al igual que las aproximaciones anteriormente criticadas– implica una planificación de la actividad empresarial, contraria al principio de libertad –por tanto, injusta– y, ciertamente, alejada de la realidad –contraria a la premisa esencial de la teoría contractualista original⁸⁴². En tal sentido, no resulta aceptable la posición adoptada por EASTERBROOK y FISCHER para los casos en que los costes de transacción hacen prohibitiva la negociación, proponiendo que en tales casos se imponga la solución económicamente eficiente. Dicha conclusión sería, en efecto, incompatible con la propia teoría. La existencia de la norma hará posible la evaluación y negociación de las partes no teniendo sentido la imposición de una solución en un determinado sentido. Por lo demás, resultaría imposible determinar *a priori* la solución eficiente para todos los posibles casos futuros. En tal sentido, como se verá en el apartado siguiente, parece improcedente cualquier tipo de imposición basada en el criterio de eficiencia.

3.2.2. *Integración de posiciones: Los deberes fiduciarios como cláusulas derivadas del estándar de buena fe contractual*

La caracterización de la naturaleza jurídica de la relación fiduciaria, así como de los deberes derivados de la misma, resulta, como hemos

entre administrador y la sociedad, y que tanto se habría desarrollado el derecho de sociedades que ya no sería fiduciaria la relación administrador-sociedad.

En el mismo sentido, BAIRD, D. y HENDERSON, T., “Other’s people money”, cit., son partidarios de eliminar los deberes fiduciarios.

⁸⁴² Cfr.: COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate law...”, cit., p. 1682, quien afirma que la negociación hipotética basada en la eficiencia también chocaría con la justicia. Dicho criterio puede ser, en efecto, contrario a la voluntad real de las partes.

advertido anteriormente, problemática y manifiestamente controvertida⁸⁴³. Aparentemente, las perspectivas jurídicas que describen de uno u otro modo la institución jurídica (fundamentalmente las aproximaciones moral y contractual como paradigmas principales), serían abiertamente irreconciliables. Mientras las primeras encuentran el fundamento principal de la institución en valores de naturaleza moral, las últimas la deslindarían completamente de las valoraciones axiomáticas tradicionales, y la vincularían al terreno exclusivamente contractual y de la eficiencia económica.

Sin embargo, ambos paradigmas aportan, desde nuestro punto de vista, elementos útiles e ilustrativos que constituyen adecuados puntos de partida del esfuerzo por brindar una perspectiva integradora, capaz de rescatar y conciliar las características reales de la relación fiduciaria que vincula a los administradores con las sociedades de capital que representan y gestionan. Desde esta premisa, corresponde en primer lugar, distinguir en las diferentes aproximaciones reseñadas, los elementos que al tiempo que certeros, resultan conciliables con los aportados por otras perspectivas.

Así, en primer lugar, parece indudable que la noción de buena fe, subrayada por la perspectiva dogmática, jugaría un papel importante en la definición jurídica de la relación fiduciaria y de los deberes de ella derivados. En segundo lugar, resulta compartible el diagnóstico que se hace desde el *principal-agent approach*, respecto a los altos costes de transacción y de agencia que, en general, caracterizan a las relaciones fiduciarias. En tercer lugar, parecería adecuado recurrir al método de *implicit contracting* como mecanismo razonable dirigido a solventar las lagunas normativas típicas de la relación fiduciaria. La cuestión sería, entonces, cómo integrar estas notas típicas en una sola noción jurídica.

A nuestro modo de ver, la solución pasaría por reconocer, al menos en el ámbito societario, la naturaleza contractual de las relaciones fiduciarias

⁸⁴³ Cfr.: COOTER, R. y FREEDMAN, B., “The fiduciary relationship...”, cit., p. 1045; CLARK, R., “Agency cost versus fiduciary duties”, cit., p. 71; DE MOTT, D., “Beyond metaphor...”, cit., p. 879; O’CONNOR, M., “How should we talk about fiduciary duty?...”, cit., p. 954; MILLER, C., “The fiduciary duty of a corporate director”, cit., p. 259.

que en ella aparecen⁸⁴⁴. Dentro de las relaciones contractuales societarias, a su vez, serían fiduciarias aquellas en las que, por diversos motivos, no se encuentren explícitamente estipuladas las condiciones de cumplimiento y ejecución, otorgando cierta discrecionalidad al agente para el cumplimiento de sus obligaciones. Entre ellas destacaría muy especialmente sobre las demás la relación fiduciaria administrador-sociedad. Los deberes fiduciarios en dichas relaciones jurídicas, implicarían, en esencia, el cumplimiento de buena fe (esto es, con diligencia y lealtad) de todas las obligaciones contractuales que los vinculan, como sujeto individual y como miembro del órgano societario, facetas que deben ser coordinadas, equilibradas y compatibilizadas⁸⁴⁵.

Es decir, lo relevante para definir la esencia de la relación fiduciaria no sería la dirección o el contenido concreto valorativo de las normas de conducta (por ejemplo: no aprovechar las oportunidades de negocio, no competir con la sociedad, deber de secreto, etc.) sino, en primer lugar, el “modo” en que se deben cumplir dichas reglas⁸⁴⁶, las que, en efecto, resultarían tan legítimas cuando consagran una solución o su contraria, dependiendo de las circunstancias que rodeen la situación y lleven a las partes intervinientes a encontrar más adecuada o conveniente a sus

⁸⁴⁴ Sería contractual porque todo fiduciario se vincula voluntariamente y pactaría, explícita o implícitamente, las condiciones en las que se obliga a actuar. En el ámbito societario, la relación fiduciaria administrador-sociedad tiene su origen en un contrato, cuyo perfeccionamiento se produciría mediante la designación por parte de la junta de socios y la correspondiente aceptación por parte de la persona designada.

⁸⁴⁵ En este sentido se ha expresado recientemente el Tribunal Supremo (STS de 4 de octubre de 2011 [RJ 2012, 759]) al advertir que “nuestro ordenamiento, como concreta manifestación del principio general conforme al cual los contratos deben ejecutarse de buena fe, impone a aquel en quien el tercero ha depositado su confianza una pluralidad de deberes (deberes fiduciarios) de entre los que destaca el de lealtad o primacía de los intereses del principal en el eventual conflicto de intereses entre el gestor y quien en él ha confiado, de tal forma que exige la anteposición de los de éste sobre los de aquel”.

⁸⁴⁶ Cfr.: GUERRA MARTÍN, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses...*, cit., p. 424, quien advierte que la finalidad de las cláusulas legales no debería ser establecer obligaciones concretas sino establecer un modelo de conducta general, no imponer una obligación de resultado sino de medios, respecto al modo de desempeñar sus funciones; GOWER, L.C.B., *Principles of modern company law*, cit., pp. 553, quien refiere a la necesidad de que el fiduciario adopte una actitud subjetiva favorable al interés del principal

intereses⁸⁴⁷. Dicho modo particular de cumplir las obligaciones contractuales, implicaría, en definitiva, el deber de buena fe contractual⁸⁴⁸, no disponible por las partes en cuanto constituiría un elemento configurador del Derecho de la contratación privada⁸⁴⁹. En otros términos, los deberes fiduciarios de los administradores implicarían, el cumplimiento, de buena fe, de la red de contratos que vinculan y conforman la sociedad-empresa de capital, sin resultar relevante, *a priori*, el contenido concreto de los mismos.

Esta noción incorporaría por un lado, el elemento buena fe, como propone el *moral approach*, aunque ciertamente no desde la perspectiva exclusivamente axiomática-objetiva que promueve dicho paradigma, sino como norma propia del Derecho contractual, emanada del propio mercado, como condición indispensable para el funcionamiento adecuado del mismo⁸⁵⁰. Por otro lado, se haría especialmente presente en las relaciones contractuales cuyos detalles no se encuentran completa y explícitamente definidos –especialmente por los altos costes de transacción que ello

⁸⁴⁷ Así, mientras en un caso puede establecerse la prohibición de aprovechar las oportunidades de negocio de la sociedad, en otro, podría establecerse expresamente el permiso para aprovecharlas como incentivo para la búsqueda de nuevas oportunidades en el mercado.

⁸⁴⁸ Cfr.: LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit., p. 43, quien advierte, por un lado, que el fundamento jurídico de la obligación de perseguir el interés social debe encontrarse en el principio de buena fe establecido en el art. 7.1 CC y, por otro lado, que “la obligación de perseguir el interés social engloba tanto el deber de diligencia como el deber de lealtad”.

⁸⁴⁹ Se trataría de una actitud ante el cumplimiento de los contratos. No se debe *a priori* velar por el interés de ningún grupo en particular –depende de los contratos-, pero en todo caso, debe actuarse con lealtad y diligencia como normas derivadas del deber de buena fe contractual, que, como señalaría PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., p. 39 y ss., constituye un elemento esencial y definidor del contrato (art. 1256 CC).

Pactar expresamente la no obligación de buena fe, implicaría dejar el cumplimiento del contrato al arbitrio de uno de los contratantes lo que iría en contra del concepto mismo de contrato.

En el ámbito jurisprudencial español el Tribunal Supremo ha reconocido el carácter imperativo del principio de buena fe contractual (así, véase: STS de 30 de septiembre de 1991 [RJ 1991, 6075]).

⁸⁵⁰ Cfr.: DE LA CUESTA RUTE, J.M., “Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación”, cit., pp. 96 y ss.

implicaría- y, finalmente, llevaría a la utilización del *implicit contracting*, como instrumento eficaz, en manos de los administradores –en su actuación discrecional- y de los tribunales –en su labor jurisdiccional-, para la integración razonable de dichos contratos.

Se trataría, en definitiva, de una noción contractual de la relación fiduciaria pero centrada en el elemento buena fe contractual, concebido como el modo en que los administradores deben cumplir con la red de obligaciones contractuales a las que se han sometido, explícita o implícitamente, como sujetos individuales y como representantes de la sociedad –en su calidad de miembros del órgano de administración societaria-. Los deberes fiduciarios implicarían cumplir de buena fe (de forma diligente y leal) el conjunto de contratos que conforma la sociedad de capital, esto es, el interés social. Se trataría, pues, de un caso particular de estándar de buena fe contractual⁸⁵¹, que, en el ámbito societario se habría dividido en dos sub estándares diferentes: la diligencia y la lealtad.

En este contexto, el Derecho positivo fiduciario debería dirigirse a recoger estos estándares de conducta que obligan, en todo caso, al administrador de sociedades, como sujeto vinculado contractualmente a ellas -bajo condiciones especiales derivadas de las dificultades que presenta su regulación exhaustiva, que llevan a otorgarle significativa discrecionalidad en la integración de los términos contractuales-, a cumplir sus obligaciones de un modo particular: de buena fe (con diligencia y

⁸⁵¹ No constituye, sin embargo, un objetivo del presente trabajo el análisis del alcance e implicaciones del deber de buena fe contractual. Sobre esta cuestión puede verse, entre muchos otros, los trabajos: DE LOS MOZOS, J.L., *El principio de la buena fe. Sus aplicaciones prácticas en el Derecho civil español*, Bosch, Barcelona, 1965; DíEZ-PICAZO, L., Prólogo a la edición española del libro de WIEACKER, F., *El principio general de la buena fe*, cit., BURTON, S., “Breach of contract and the Common Law duty to perform in good faith”, en *Harvard, L. Rew.*, vol. 94, 1980, pp. 369 y ss.; SUMMERS, R., “The general duty of good faith – Its recognition and conceptualization”, en *Cornell L. Rew.*, vol. 67, 1981-1982, pp. 810 y ss.; EISENBERG, M., “The duty of good faith in corporate Law”, cit., YZQUIERDO TOLSADA, M., “De nuevo sobre la buena fe”, *Anuario de la Facultad de Derecho*, Universidad de Extremadura, nº 6, 1988, pp. 635 y ss.; SOLARTE, A., “Buena fe contractual y deberes secundarios de conducta”, en *Vniversitas* (revista *on line*), diciembre, 2004, pp. 281 y ss.; FACCO, J., “El principio de buena fe objetiva en el Derecho contractual argentino”, en *Revista de Derecho Privado*, Pontificia Universidad Javeriana, nº 16, Colombia, 2009, pp. 149 y ss.

lealtad) y en su caso, articular positivamente las reglas de conducta que han resultado ser exitosas como derivadas de dichos estándares generales.

Ello, ciertamente no implicaría necesariamente la existencia de una relación de confianza entre la sociedad y el administrador designado, así como tampoco especiales requerimientos de moralidad, más allá de los mínimos exigidos por el principio de buena fe contractual. En tal sentido, no existiría un “*status* fiduciario” pre-establecido, objetivo, ajeno o independiente al contrato que vincula a las partes de la relación fiduciaria. Los deberes fiduciarios se derivarían de la relación contractual de las partes. No vendrían impuestos por el ordenamiento (*Common Law, soft Law o hard Law*) ante la existencia de determinadas circunstancias de hecho. Serían las propias partes del contrato, al regular libremente su relación jurídica privada, las que resolverían negociadamente –explícita o implícitamente- las pautas de conducta a seguir por cada una de ellas. En tal sentido, sin perjuicio del carácter moral que implica el cumplimiento del deber de buena fe contractual (en su aspecto subjetivo y objetivo), la relación fiduciaria no exigiría una actuación ética del agente esencialmente distinta o más intensa que en cualquier otra relación contractual.

En la medida en que se trataría de una institución eminentemente contractual, tampoco tendría cabida la vinculación de la misma con criterios de justicia distributiva abstractos a ser impuestos por el ordenamiento positivo como sugiere GREENFIELD, así como tampoco, con quienes, desde la teoría de la agencia, fundamentan la intervención imperativa de la regulación para minimizar los problemas de costes de transacción y de control, con el objetivo de promover el desarrollo de las relaciones fiduciarias, consideradas beneficiosas para la sociedad. En el mismo sentido, la naturaleza de la relación fiduciaria no implicaría necesariamente criterios de maximización económica, en la medida en que, como se ha advertido en anteriores apartados del presente trabajo, las relaciones contractuales privadas no implican, en todo caso y de forma necesaria y exclusiva, el cumplimiento de los postulados del principio de eficiencia.

En definitiva, como consecuencia de la naturaleza jurídica de la relación fiduciaria societaria, las *rules* derivadas de los estándares fiduciarios de diligencia y lealtad –derivados, a su vez, del deber general de

buena fe contractual-, deberían tener como fuente primera el contrato o la red de contratos que vincula al administrador con y en la sociedad. Como fuente secundaria y subsidiaria, aparecerían las normas legales y de *soft Law* que oportunamente se promulguen o publiquen, las que, para evitar posibles efectos distorsivos deberían intentar ceñirse a lo que prevé la costumbre mercantil en cada ámbito, de acuerdo a lo establecido en el apartado 4.3 del primer capítulo del presente trabajo (“la función orientadora del Derecho positivo en el ámbito del gobierno corporativo”).

4. **OPTING OUT OF FIDUCIARIES DUTIES?: DISPONIBILIDAD VS. IMPERATIVIDAD DE LA ARTICULACIÓN POSITIVA DE LOS DEBERES FIDUCIARIOS**

Una de las implicaciones prácticas de la perspectiva adoptada en torno a la naturaleza jurídica de los deberes fiduciarios de los administradores ha sido, sin lugar a dudas, el debate sobre la posibilidad de los diferentes agentes económicos participantes en la sociedades de capital de separarse privadamente, por libre acuerdo (*opt out*), de la regulación positiva (*hard o soft law*) de los deberes fiduciarios. En efecto, el paradigma jurídico que se adopte en la discusión en torno a la naturaleza de los deberes (*moral approach vs. wealth maximacing approach*) incidirá definitivamente en la perspectiva respecto a la posibilidad de disponer de la regulación positiva.

Esta cuestión, sujeta a importante debate en el ámbito anglosajón⁸⁵², guarda especial importancia en el ámbito continental europeo donde, como advertía PAZ-ARES, muchas veces se tiende a presumir la imperatividad de

⁸⁵² Así lo reconocían hace ya varios años autores como CHEFFINS, B., “Law, economics and morality: contracting out of corporate Law fiduciary duties”, en *Canadian Business L. J.*, vol. 19, 1991, p. 29.

Tanto es así que, como señala COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate Law...”, cit., p. 1628, en el ámbito norteamericano pueden encontrarse casos jurisprudenciales en los que los tribunales anulan las disposiciones estatutarias que se separan de las normas fiduciarias desarrolladas por el *Common Law* o las legislaciones de los diferentes estados, como otros en los que se aceptan tales cambios.

El debate se incrementó significativamente después del renombrado Caso jurisprudencial *Smith v. Van Gorkom*, de 1985, en el que la Suprema Corte del estado de Delaware (EEUU) entendió que los administradores de la sociedad en cuestión no se habían informado adecuadamente antes de aprobar una importante transacción y que, en consecuencia, no se encontraban protegidos por la BJR. Esta sentencia tuvo por efecto inmediato el incremento de los precios de los seguros de responsabilidad de los administradores, así como el aumento de las dificultades en el reclutamiento de personas competentes para el desempeño de los cargos de administración (sección negativa). Para mitigar estos problemas, el Estado de Delaware resolvió reforzar la protección legal de los administradores que constituía la BJR –*safe harbour*–, admitiendo legalmente que las sociedades incluyan en sus documentos internos cláusulas de limitación o exclusión de la responsabilidad de los administradores por infracción del deber de diligencia (art. 102.b.7 de la *Delaware General Corporation Law*).

las normas⁸⁵³, incluso las relativas al ámbito empresarial en el que la imperatividad es aún más cuestionable y, en particular, las relacionadas con el *corporate governance*, en general importadas del movimiento anglosajón, donde las *mandatory rules* son una cuestión claramente discutida.

Los ordenamientos europeos han optado, en su mayoría, por limitarse a excluir de la autonomía privada el poder de limitar la responsabilidad de los administradores por incumplimiento de los deberes fiduciarios⁸⁵⁴. Así, en Alemania, la doctrina mayoritaria sostiene que el art. 93 AktG⁸⁵⁵ es una norma imperativa⁸⁵⁶; en Reino Unido, el art. 232 de la *Companies Act* de 2006, establece la prohibición de las cláusulas que limiten o excluyan la responsabilidad de los administradores⁸⁵⁷; en Portugal, el art. 74.1 del *Código das sociedades comerciais* prevé la nulidad de las cláusulas contractuales que limiten la responsabilidad de los administradores, y en España, mayoritariamente se sostiene el carácter imperativo de las normas que regulan la actuación y responsabilidad de los administradores⁸⁵⁸. Sin embargo, en algunos ordenamientos, como el italiano, por disposición legal la normativa que regula la actuación del órgano de administración sería esencialmente dispositiva. En efecto, el art. 2380.1 CCit. dispone que se

⁸⁵³ PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., p. 163, quien considera que la legislación societaria española responde a un “modelo de imperatividad de fondo”.

⁸⁵⁴ Cfr.: RAMOS, M. E., “Gobierno corporativo y deberes fiduciarios...”, cit., pp. 46 y 47.

⁸⁵⁵ Norma que, en síntesis, viene a recoger la *business judgement rule* desarrollada por la jurisprudencia norteamericana.

⁸⁵⁶ Cfr.: HÜFFER, U., *Aktiengesetz*, München, Beck, art. 93.

⁸⁵⁷ “Any provision that purports to exempt a director of a company [...] in connection with any negligence, default, breach of duty or breach of trust in relation to the company is void”.

⁸⁵⁸ Así: GARRIGUES, J. y URÍA, R., *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas*, cit., p. 166; SÁNCHEZ CALERO, F., “Los administradores...”, cit., p. 319; LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit. pp. 127 y ss.; QUIJANO GONZÁLEZ, J. y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios...”, cit., pp. 934-935, quienes consideran que la legislación española no ofrece posibilidades de distinguir precisamente el carácter imperativo o no de la normativa fiduciaria y de la responsabilidad por su incumplimiento, por lo que abogan por no confeccionar “modelos estatutarios alternativos o cláusulas modificativas de difícil encaje”.

aplicará la ley siempre que los estatutos sociales no establezcan soluciones distintas (“*se lo statuto non dispone diversamente*”).

Seguidamente se hará referencia a las diversas posiciones doctrinales adoptadas al respecto, fundamentalmente en el ámbito anglosajón donde más profundamente se debatió la cuestión. Se destacarán, en primer lugar, las perspectivas paradigmáticas en pugna (*corner solutions*): por un lado la contractualista –que, considerando la esencia contractual de los deberes no encuentra obstáculo alguno para admitir las modificaciones, por acuerdo privado, de la regulación fiduciaria⁸⁵⁹- y, por otro, la anticontractualista o moralista –que, al negar el carácter contractual de la institución fiduciaria, considera inadmisibles cualquier modificación de la regulación establecida por el *Common Law*⁸⁶⁰-. En segundo lugar, haremos referencia a las diversas perspectivas eclécticas en torno a la posibilidad de que las partes involucradas se separen contractualmente de la regulación positiva de la relación fiduciaria⁸⁶¹, que, en función de diversos elementos proponen soluciones que admitan el *bargain out* en determinados contextos sobre la base de un marco normativo indisponible.

Posteriormente, a la luz de la valoración crítica de las posiciones doctrinales expuestas y de la aproximación a la naturaleza jurídica de los deberes fiduciarios de los administradores sustentada en el presente trabajo, se plantearán las correspondientes conclusiones que resulten en torno a la cuestión de la disponibilidad del ordenamiento jurídico societario referido a los mencionados deberes.

⁸⁵⁹ Posición reflejada en los trabajos de BUTLER, H., y RIBSTEIN, L., “Opting out of fiduciary duties...”, cit., pp. 1 y ss., y de EASTERBROOK, F., y FISCHER, D., “Contract and fiduciary duty”, cit.

⁸⁶⁰ Así, entre otros: BRUDNEY, V., “Corporate governance...”, cit., pp. 1403 y ss.

⁸⁶¹ Entrarían en este grupo destacados autores como EISENBERG, M., “The structure of corporate...”, cit.; FRANKEL, T., *Fiduciary Law*, cit.; COFFE, J., “No exist: opting out...”, cit.

4.1. Estado de la cuestión

4.1.1. *Las corner solutions*

i) *Perspectiva imperativa inflexible propuesta por la dogmática tradicional (“moral approach”)*

La aproximación moral o dogmática a los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades tiende a inferir, como consecuencia lógica de su línea de argumentación, el carácter imperativo del régimen jurídico-positivo que los consagra. Los deberes fiduciarios serían, antes que nada, instituciones de naturaleza moral, dirigidas a prevenir el uso abusivo de la discrecionalidad de los administradores⁸⁶². Los valores que dicho régimen protegería serían de tal importancia que necesariamente debería afirmarse su indisponibilidad⁸⁶³. Como el mercado fallaría en el diseño y regulación de la relación accionistas-*management*, se concluye que la ley y los tribunales deberían establecer normas imperativas que protejan a las partes en situación desventajosa (*“market failure mandatory legal rules analysis”*).

En el ámbito societario no habría, en realidad, negociación ni contratación alguna, sino apatía racional de los accionistas dispersos, quienes, en la práctica, no estarían interesados en negociar con los administradores –por los costes que ello conllevaría y por el problema de *free raider* intrínseco a la relación- y, por lo demás, carecerían de la información mínima necesaria para hacerlo adecuadamente⁸⁶⁴. Esta realidad haría necesaria e indispensable la intervención imperativa del Derecho para proteger los intereses de la parte débil de la relación jurídica (los accionistas dispersos), imponiendo los parámetros de equilibrio necesarios para llevar a situaciones de equidad las relaciones fiduciarias naturalmente desequilibradas.

⁸⁶² Cfr.: HOWARD, J., “Fiduciary relations in corporate Law”, cit., pp. 1 y ss.

⁸⁶³ Como señala COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate Law...”, cit., pp. 1664 y ss., al describir esta perspectiva: solamente se tolerarían las más modestas desviaciones de las normas corporativas (*“housekeeping”*).

⁸⁶⁴ Véase: BRUDNEY, V., “Corporate governance...”, cit., pp. 1403 y ss.

En el mismo sentido, se ha advertido que el *opt out* de la regulación a través del pacto contractual sería esencialmente injusto y, en consecuencia, limitable, en la medida en que ocasionaría externalidades negativas en sujetos que, sin perjuicio de no participar de dicho pacto, se encontrarían protegidos por la regulación legal⁸⁶⁵. El ordenamiento jurídico constituiría una suerte de compleja maquinaria ideal en la que estarían contemplados equilibradamente los intereses de todos los participantes. Cualquier separación de dicho ordenamiento equilibrado introduciría distorsiones y perjuicios en distintos agentes, ajenos a quienes pactan contra lo establecido legalmente. En efecto, los deberes fiduciarios no solamente estarían diseñados para proteger a los accionistas sino también a otros *stakeholders*, como los acreedores, quienes se verían indirectamente perjudicados -desprotegidos- por el *contracting out* de los deberes.

ii) *Disponibilidad absoluta propuesta por la teoría económica-contractualista*

Esta teoría parte de la premisa básica de que ningún conjunto de normas puede considerarse “mejor” o más adecuado que otro para la organización, en abstracto, de todos y cada uno de los proyectos empresariales. Es decir que no serían aceptables las denominadas “*one size fits all solutions*”. En tal sentido, se concluye que las normas de Derecho de sociedades, también las que regulan las relaciones fiduciarias, tendrían como único objetivo la reducción de los costes de transacción de las partes y en consecuencia, en todo caso, cederían ante los acuerdos explícitos de las partes involucradas⁸⁶⁶. Partiendo de la naturaleza contractual de los deberes fiduciarios, no habría obstáculo para afirmar la validez y licitud de todas las modificaciones de su régimen jurídico positivo. Los deberes fiduciarios,

⁸⁶⁵ Esta sería la posición defendida, por COFFEE, J., “No exist?: opting out, the contractual theory of the corporation, and the special case of remedies” en *Brooklyn L. Rev.*, vol. 53, 1988, p. 946, y, en España, por LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit., p. 130, quien para fundamentarla se remite al artículo 6.2 CC que prevé la invalidez de los pactos que afecten la esfera jurídica de terceros.

⁸⁶⁶ Cfr.: SITKOFF, R. “The economic structure of Fiduciary Law”, cit., p. 1045.

incluso en su “núcleo”⁸⁶⁷, serían contractuales por naturaleza⁸⁶⁸ y, en consecuencia, esencialmente disponibles⁸⁶⁹.

En la misma línea, se ha señalado que considerando que la extensión “adecuada” de los deberes fiduciarios variaría en cada empresa concreta, lo más razonable sería admitir que cada empresa resuelva individualmente la cuestión⁸⁷⁰. La lógica seguida provendría de la teoría económica. En la medida en que, desde su perspectiva, las sociedades de capital serían nada más que *nexus of contracts* entre sus diversos *stakeholders* y el Derecho de sociedades, un estándar de contrato al que dichos *stakeholders* pueden acudir para estructurar sus relaciones a bajo coste, la consecuencia sería que

⁸⁶⁷ En referencia a la tesis propuesta por EISENBERG, M., “The structure of corporation Law”, cit., a la que se hará referencia posteriormente.

⁸⁶⁸ Cfr.: MACEY, J., “Fiduciary duties as residual claims...”, cit., p. 1273.

⁸⁶⁹ El *opt out* de los deberes fiduciarios, advierte CHEFFINS, B., “Law, economics and morality...”, cit., p. 32, puede llevarse a cabo a través de diversos mecanismos que, en función del momento en que son utilizados, pueden clasificarse en mecanismos anteriores (*prospective devices*) y mecanismos posteriores (*subsequent devices*) a la actuación concreta del administrador de la sociedad.

Entre los primeros, se encontraría i) la previsión explícita de que los administradores no serán responsables por determinadas conductas – al respecto advierte CHEFFINS, que mientras que en algunos Estados de EEUU solamente se admite la limitación de la responsabilidad solamente en caso de negligencia (como en el paradigmático caso de Delaware) en otros, como Maryland, se permite la limitación contractual de la responsabilidad por incumplimiento de todos los deberes fiduciarios-; ii) el consentimiento por adelantado de potenciales incumplimientos de los deberes –considerando que los tribunales, en general, admiten que de conseguirse el consentimiento del principal no se consideran infringidos los deberes fiduciarios-, y iii) las denominadas *safe harbour provisions* mediante las cuales se preestablecen una serie de condiciones para evitar la responsabilidad.

Entre las segundas, se encontrarían las prácticas de la ratificación, de la indemnidad y del seguro. La posibilidad de que se pueda tomar un seguro para cubrir el riesgo de responsabilidad por incumplimiento de los deberes fiduciarios viene a reforzar la idea de que en todo caso se exige del administrador una actuación de buena fe. De lo contrario, no habría posibilidad de asegurar ya que el riesgo dependería de la voluntad del tomador.

⁸⁷⁰ HART, O., “An economist’s view of fiduciary duty”, cit., p. 309. Advierte al respecto el destacado economista que ninguno de los argumentos esgrimidos por la doctrina (en particular el de las externalidades negativas y el de las contingencias imprevisibles) justificarían la imposición de una noción concreta de deberes fiduciarios. Lo máximo que legítimamente podría hacer la autoridad estatal sería ofrecer una norma subsidiaria.

los diversos sujetos involucrados deberían estar capacitados para negociar reglas distintas (*bargain out*) de los estándares legales y reglas derivadas de los mismos cuando no se ajusten a sus necesidades y/o expectativas. Es decir, serían en todo caso, *default rules*⁸⁷¹.

El establecimiento de normas imperativas en torno a los deberes fiduciarios tendría una serie de efectos secundarios, no intentados o no explícitamente previstos ni deseados al momento de su diseño, que terminarían –en muchos casos- perjudicando incluso a aquellos a quienes se pretendía proteger⁸⁷². Así, por ejemplo, establecer imperativamente un deber fiduciario a favor de los trabajadores de la sociedad de capital, podría llegar, a largo plazo, a perjudicarlos más que a beneficiarlos, en la medida en que su aplicación tendería a hacerlos menos valiosos para sus empleadores, quienes se verán incentivados a hacer pagar indirectamente a los trabajadores los costes de esta nueva obligación. Y si por restricciones derivadas de las normas de salario mínimo no se encontraran en condiciones de trasladar el coste a los salarios, simplemente tenderán a contratar menos trabajadores para desarrollar sus proyectos empresariales⁸⁷³.

En tal sentido, la perspectiva contractualista sugiere adoptar, como política general, que las partes sean libres de ordenar sus relaciones de la manera que encuentren subjetivamente más adecuada⁸⁷⁴. Se considera que la intervención legal imperativa no sería, en ningún caso, la solución eficaz a los problemas de *market failure* (incapacidad de los mecanismos ofrecidos

⁸⁷¹ Esta descripción de la teoría económica de los *fiduciary duties* como *default rules* puede encontrarse en CHEFFINS, B., “Law, economics and morality...”, cit., pp. 30-31. Las normas de Derecho societario tendrían como exclusivo objetivo la reducción de los costes de agencia ocasionados por la divergencia de intereses entre los administradores y la sociedad. Los deberes fiduciarios serían un remedio a los incentivos negativos existentes en las relaciones fiduciarias.

⁸⁷² Al respecto, véanse las conclusiones extraídas en el apartado 4 del primer capítulo del presente trabajo.

⁸⁷³ Cfr.: MACEY, J., “An economic analysis of the various rationales for making shareholders the exclusive beneficiaries...”, cit., pp. 37-38.

⁸⁷⁴ Cfr.: BUTLER, H. y RIBSTEIN, L. “Opting out of fiduciary duties...”, cit., p. 7, quienes critican severamente a los anti-contractualistas por considerar que la sociedad sería diferente a los demás contratos (una suerte de concesión o privilegio) y, como consecuencia de ello, merecerían ser reguladas imperativamente por el Estado.

espontáneamente por el mercado para prevenir la inconducta del *management*). Además, aunque si bien se reconoce que el libre mercado estaría lejos de ofrecer soluciones perfectas, se advierte que el mismo ofrecería información relevante acerca de la calidad del *management* a través del precio de las acciones de la sociedad. El desarrollo de las buenas prácticas de gobierno corporativo y su difusión libre en el mercado llevarían a que las mismas se vean paulatinamente reflejadas en el precio de los valores emitidos por las sociedades, lo que generaría, a su vez, incentivos para que las sociedades procuren, por propia iniciativa, avanzar en la adopción de tales prácticas⁸⁷⁵.

Asimismo, se advierte que la presencia de externalidades negativas en la actividad de *opting out* no justificaría lógicamente, por sí misma, la regulación imperativa⁸⁷⁶. Más allá del hecho de que el coste de la externalidad, en el caso de las sociedades, en la práctica, recaería sobre aquellos que justamente estarían en mejores condiciones de reducir tal problema, lo cierto sería que la regulación imperativa como solución al mismo, podría llevar a empeorarlo, generando externalidades negativas sobre otros grupos de interés relevante que, por cierto, no se encontrarían en condiciones de prevenir dicho perjuicio.

4.1.2. *Perspectivas eclécticas*

Sin perjuicio de la importancia de las posiciones expuestas por su calidad de paradigmas doctrinales, la mayor parte de la doctrina anglosajona especializada se muestra partidaria, en función de diversos elementos, de la prudente combinación, en el ámbito societario fiduciario, de normas de carácter imperativo y reglas de naturaleza dispositiva.

i) *Núcleo y periferia de los deberes fiduciarios*

Entre los autores que podríamos calificar de eclécticos se encontraría el prestigioso jurista Melvin EISENBERG –autor principal de los *Principles of*

⁸⁷⁵ Cfr.: PAZ-ARES, C., “El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor”, cit., pp. 7 y ss.

⁸⁷⁶ BUTLER, H. y RIBSTEIN, L. “Opting out of fiduciary duties...”, cit., pp. 37 y ss.

Corporate Governance publicados por el AMERICAN LAW INSTITUTE en 1992-, quien al concebir a la sociedad de capital como una organización de personas y bienes, dirigida al *profit-seeking* (lucro) y organizada por diversas reglas, sostiene que mientras varias de dichas reglas serían determinadas unilateralmente por la acción de los propios órganos societarios, otras lo serían por las fuerzas del mercado, por acuerdo de partes y, finalmente, algunas determinadas o previstas por la ley positiva⁸⁷⁷.

A su vez, entre las reglas estipuladas por la ley positiva, existirían 3 categorías diferentes: i) *enabling rules*, que tendrían por objetivo simplemente dar valor legal a los acuerdos privados entre las partes; ii) *suppletory rules*, que se dirigirían a regular diversas cuestiones societarias a no ser que las partes hubieran resuelto explícitamente regularlas de otro modo, y iii) *mandatory rules*, que gobernarían cuestiones societarias que, por diversos motivos no podrían ser modificadas discrecionalmente por las partes. La cuestión central sería, advierte EISENBERG, establecer los principios jurídicos que deberían definir qué reglas deberían ser consideradas dispositivas (*enabling, suppletory*) y cuáles imperativas (*mandatory*).

El primero de dichos principios generales sería que lo negociado y pactado por las partes debería ser ejecutable sin resultar, en general, relevante si lo pactado es objetivamente razonable o justo⁸⁷⁸. El fundamento de este criterio sería, por un lado, que la negociación, en general, generaría ganancia mutua y, por otro lado, que las partes del contrato serían normalmente los mejores jueces de su propio interés. En función del mencionado principio podría llegar a inferirse que la legislación que gobierna la estructura y distribución de poder en las sociedades debería considerarse esencialmente dispositiva (*enabling y/o suppletory*). Sin embargo, advierte EISENBERG, este principio funcionaría correctamente sólo en caso de “*fully informed parties*” (información perfecta), situación que, como se advertía en apartados anteriores del presente trabajo, nunca se daría

⁸⁷⁷ EISENBERG, M., “The structure of corporation Law”, cit., p. 1461.

⁸⁷⁸ *Ibidem*, p. 1463.

en la realidad; lo que, en definitiva, terminaría restando al criterio gran parte de su relevancia práctica⁸⁷⁹.

El mencionado problema de acceso a la información lleva a EISENBERG a enunciar el segundo principio o criterio normativo para la definición de la imperatividad-disponibilidad de las normas societarias fiduciarias. El principio de “*unconscionability*” vendría a señalar que debería establecerse un límite a la libre negociación, basado en la presencia de términos contractuales manifiestamente injustos, excesivos o irrazonables. La lógica del criterio sería que una persona sin la información suficiente es susceptible de ser “explotada” por quien, con mejor acceso a la información relevante, ocupa una posición ventajosa. La relación jurídica administrador-sociedad implicaría un caso más de este problema. En efecto, en el ámbito de las sociedades de capital resultaría imposible evitar el riesgo de explotación mediante el mecanismo de contratación *ex ante*, en la medida en que, normalmente, mediante ellas se desarrolla una actividad a largo plazo y, en consecuencia, las posibilidades de actuación oportunista serían infinitas.

En este contexto, se concluye que deberían establecerse reglas imperativas que otorguen a los tribunales la capacidad de anular los pactos relativos a los términos de organización y distribución del gobierno de la empresa cuando ello resulte necesario para prevenir el oportunismo y proteger las expectativas razonablemente justas⁸⁸⁰. Se trataría de establecer normas imperativas que limiten el *enforcement* de pactos contractuales considerados claramente abusivos. El criterio general sería, entonces, que

⁸⁷⁹ En los hechos, EISENBERG terminará adoptando como criterio general, entonces, la no disponibilidad de la regla societaria por ausencia, en la generalidad de los casos, de información completa y simétrica. Desde nuestra perspectiva, se estaría ante un problema más de costes de transacción. El acceso a la información tiene un coste y las partes accederán a ella en la medida en que subjetivamente les resulte beneficioso en el cálculo de coste-beneficio que realizan al realizar sus transacciones. Sin perjuicio de la obligación de *disclosure* que como derivada del deber de buena fe contractual pueda imponerse, no se advierten razones suficientes para admitir la imperatividad de reglas societarias fundadas en la asimetría de información. En su lugar la norma podría ser simplemente dispositiva, permitiendo que la parte en desventaja opte entre su adopción o reglas distintas que mejor se adapten a sus circunstancias.

⁸⁸⁰ EISENBERG, M., “The structure of corporation Law”, cit., p. 1466.

cuando las reglas de organización y/o distribución de poder societario perjudican una “expectativa razonable” no deberían resultar aplicables o ejecutables. Este objetivo se lograría con la aplicación de los principios fiduciarios desarrollados por el *Common Law*.

La cuestión a resolver, entonces, se reduciría para EISENBERG a cómo coordinar y/o compatibilizar los principios o criterios mencionados para determinar qué normas legales deberían ser consideradas imperativas (*mandatory*) y cuáles dispositivas (*suppletory*). Pues bien, las reglas de Derecho positivo existente estarían integradas por un núcleo –que definiría la esencia de la norma- y una periferia –que referiría a las reglas derivadas de dicho núcleo esencial-⁸⁸¹.

En el ámbito de las sociedades de capital cerradas, en función del mencionado criterio, las normas legales fiduciarias deberían considerarse imperativas en su núcleo pero subsidiarias (dispositivas) en su periferia, mientras que las que regulan cuestiones de organización deberían ser subsidiarias en el núcleo pero imperativas en la periferia⁸⁸². Esta solución se basaría en la aplicación del problema de la información al principio de libre negociación. En efecto, las partes que negocian cuestiones de organización, en general conocerían las consecuencias de las cláusulas pactadas en la mayor parte de los casos por lo que no habría necesidad de normas imperativas. En cambio, para salirse (*opt out*) de los estándares legales fiduciarios básicos carecerían de la información relevante suficiente. En consecuencia, los deberes fiduciarios estarían sistemáticamente infravalorados y cualquier renuncia de los derechos otorgados por la normativa legal fiduciaria inevitablemente induciría a conductas

⁸⁸¹ *Ibidem*, p. 1469.

⁸⁸² EISENBERG, M., “The structure of corporation Law”, cit., pp. 1469 y ss.

En el mismo sentido, LABY, A., “The fiduciary obligation as the adoption of ends”, cit., pp. 102-103. Advierte el autor que incluso los más acérrimos defensores de la perspectiva contractualista admiten que algunos de los deberes fiduciarios serían inmutables, citando a EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., “The corporate contract”, cit., p. 1436, quienes, ciertamente, afirman que las partes “*may not contract out of the duty of loyalty*”. Para LABY, el núcleo irreductible de la relación fiduciaria es la obligación de “adoptar los fines del principal”. Su teoría no se apoya en la eficiencia sino en el concepto de deber en sí mismo.

oportunistas⁸⁸³. Sin embargo, el *bargain out* de algunas de las reglas periféricas, derivadas de los estándares fiduciarios (por ejemplo, la regla que prohíbe las transacciones interesadas), no tendrían el mismo efecto (peligro sistemático y general de oportunismo) por lo que podrían ser consideradas susceptibles de renuncia⁸⁸⁴.

Por su parte, en el ámbito de las sociedades abiertas o cotizadas (*publicly held corporations*), en la medida en que la atomización del capital haría prácticamente imposible la negociación y el acceso a la información relevante necesaria, se concluye que la mayor parte de las normas debería ser impuesta por la ley⁸⁸⁵. Como consecuencia de dicho carácter disperso del capital, los administradores gozarían de una mayor autonomía y discrecionalidad. La divergencia de intereses entre estos y la sociedad, así como los problemas que ocasionarían los denominados *positional conflicts*, explicarían la necesidad de establecer el carácter imperativo de varias disposiciones legales.

Mientras las normas que regulan los aspectos internos y la conducta de los diferentes agentes inferiores a los *top managers* se consideran subsidiarias (en la medida en que se contaría con los incentivos adecuados para estructurar tales relaciones eficientemente en beneficio de la sociedad), las normas que regulan la relación de los *top managers* y de los administradores de las sociedades cotizadas se consideran imperativas en cuanto que en tales casos se contaría con pocos incentivos para que la sociedad auto-procurase (considerando la apatía racional de los accionistas) límites o controles adecuados a su actuación⁸⁸⁶.

⁸⁸³ EISENBERG, M., “The structure of corporation Law”, cit., p. 1470.

⁸⁸⁴ Para fundamentar esta idea, EISENBERG, M., “The structure of corporation Law”, cit., p. 1470, enumera una extensa serie de casos jurisprudenciales que llegan a la misma conclusión. En el mismo sentido, señala COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate Law...”, cit., p. 1623, que los tribunales deben tener en cuenta que en el Derecho de sociedades habría un núcleo de normas imperativas que incluirían el deber de buena fe y las protecciones ante cláusulas abusivas.

⁸⁸⁵ Cfr.: EISENBERG, M., “The structure of corporation Law”, cit., p. 1471.

⁸⁸⁶ *Ibidem*, pp. 1473-1474. La razón no sería que los jueces y legisladores cuentan con mayor información que las partes de la relación, sino que los agentes no deberían tener el poder para unilateralmente determinar las normas que regularán los conflictos de interés.

Con relación, específicamente, a la regulación de los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades cotizadas, como principio general, se sostiene que las normas imperativas deberían regular las áreas nucleares de los deberes fiduciarios en las que los intereses de los socios y de los *top managers* puedan potencialmente diferir (*fiduciary rules should be mandatory at the core*)⁸⁸⁷.

En definitiva, sin perjuicio de reconocer la importancia de la regulación privada de las relaciones jurídico-fiduciarias en el ámbito societario para el desarrollo exitoso de la empresa, EISENBERG advierte que, al mismo tiempo, dicho mecanismo de organización presentaría serias limitaciones, entre las que destacaría la posibilidad de que se produzcan *market failures*, incapacidad del mercado y, en concreto, de las partes de la relación jurídica para arribar a acuerdos justos, derivada del problema de asimetría de información intrínseco a particulares relaciones jurídicas, problema que se solucionaría mediante la intervención legal imperativa.

Sin embargo, reconoce el autor que las normas imperativas también tendrían sus limitaciones (*regulatory failures*) y, en tal sentido, concluye que determinar el balance adecuado entre el ordenamiento privado y las normas imperativas sería una cuestión de prudencia legislativa, en la que debería considerarse el análisis económico de la cuestión, los datos estadísticos (*quantitative data*), los aspectos psicológicos, así como otros elementos empíricos⁸⁸⁸. El éxito de las sociedades de capital norteamericanas se habría debido, en efecto, a una más adecuada combinación de fuerzas del mercado, principios morales y normas legales, lo que habría coadyuvado a minimizar los efectos de la divergencia de intereses presente en las mismas.

ii) “*Information-revealing approach*”.

Otro intento, afín al anteriormente descrito, de integrar las posiciones discordantes extremas en torno a la cuestión del *opting out* de la regulación

⁸⁸⁷ *Ibidem*, pp. 1480 y ss.

⁸⁸⁸ Cfr.: EISENBERG, M., “The structure of corporation Law”, cit., p. 1524.

legal de los deberes fiduciarios, es el protagonizado por John COFFEE quien procura conciliarlos a través de lo que denomina el “*information-revealing approach of «coercive» default rules*”⁸⁸⁹. Desde esta perspectiva, los tribunales sólo deberían admitir el *opt out* cuando se logre presentar un escenario creíble, explicando por qué quienes se benefician de las reglas fiduciarias del *Common Law* están dispuestos a separarse de ellas⁸⁹⁰. Es decir, sólo sería admisible la separación de las normas fiduciarias cuando las mismas fueran adecuadamente valoradas y renunciadas a cambio de otros beneficios⁸⁹¹.

En efecto, COFFEE admite y justifica un cierto paternalismo normativo a nivel judicial –en el marco del *Common Law*- en el mismo sentido que la imposición de la cláusula de buena fe, pero explica que tal imposición se basaría en una cuestión de “bienestar social”, acercándose –en este sentido- a la visión dogmática, aunque advierte expresamente que su perspectiva no estaría necesariamente vinculada a una particular posición moral acerca de cuáles deberían ser las obligaciones y derechos de cada parte en una determinada relación contractual.

Más allá del mínimo imperativo, establecido para prevenir el fraude y el oportunismo, las partes serían libres de contratar las normas fiduciarias que estimen convenientes. La cuestión sería, una vez más, la determinación precisa del límite de la imperatividad. Las alternativas disponibles, según COFFEE, serían i) fijar el límite general en el criterio de la buena fe o, ii) en el ámbito de las relaciones fiduciarias, reforzar las exigencias⁸⁹², decantándose decididamente por la segunda opción.

⁸⁸⁹ Advierte COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate Law...”, cit., p. 1621, que el contrabalance de la libertad contractual en EEUU sería la revisión judicial *ex post*. Los dos paradigmas principales o extremos estarían en parte bien y mal. La innovación contractual podría ser conciliada con una normativa imperativa estable si se reconociera que dicha normativa no debe referirse al contenido sustantivo –reglas concretas- sino al control judicial.

⁸⁹⁰ COFFEE, J., “No exist?: opting out...”, cit., p. 936.

⁸⁹¹ COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate Law...”, cit., p. 1623.

⁸⁹² *Ibidem.*, p. 1659.

En definitiva, el destacado jurista norteamericano propone una solución jurídica intermedia por la que los tribunales, al juzgar la validez de cláusulas contractuales que difieran de las normas fiduciarias legales, deberían contemplar la necesidad de proteger la innovación contractual, sí y sólo si, (i) el pacto contractual a) no reduce o restringe las obligación de los agentes fiduciarios de actuar de buena fe y b) no entra en conflicto con normas legales o políticas públicas dirigidas a proteger los intereses de terceros; (ii) es posible prever su impacto y las partes afectadas podrían razonablemente considerarla adecuada a sus intereses; (iii) fue formalmente adoptada por la mayoría correspondiente⁸⁹³.

iii) *Criterio de “razonabilidad” de las renunciaciones de derechos derivados de los deberes fiduciarios*

Otra propuesta de interpretación del régimen legal fiduciario, también vinculada a las anteriores, es la sostenida por Tamar FRANKEL, una de las juristas que más tiempo y trabajo han dedicado al Derecho fiduciario en el ámbito anglosajón⁸⁹⁴. En síntesis, FRANKEL sostiene que si bien las normas fiduciarias, en su mayoría, deberían ser tratadas como reglas subsidiarias de actuación, ello no debería llevar al extremo de admitir renunciaciones de derechos fiduciarios que escapen de los parámetros mínimos de razonabilidad y justicia⁸⁹⁵.

Reconoce que, en general, las normas legales serían capaces de incidir sobre la conducta y negociación de las partes vinculadas fiduciariamente sin necesidad de imponerse coactivamente. Su influencia estaría basada en que, por un lado, las leyes contendrían las reglas consideradas válidas o más eficaces por la comunidad social lo que generaría, en todo caso, cierto grado de confianza en los sujetos concretos y, por otro lado, en cuanto

⁸⁹³ *Ibidem*, pp. 1664 y ss.

⁸⁹⁴ Trabajo recientemente sintetizado en su reciente monografía *Fiduciary Law*, anteriormente citada.

⁸⁹⁵ Véase: FRANKEL, T., *Fiduciary Law*, cit., pp. 195 y ss., donde, en definitiva, se resume la posición más profundamente explicada en FRANKEL, T., “Fiduciary duties as default rules”, en *Oregon L. Rev.*, vol. 74., 1995, pp. 1209 y ss.; en el mismo sentido: LOEWENSTEIN, M., “Fiduciary duties and unincorporated business entities: In defense of the «manifestly unreasonable» standard”, en *Tulsa L. Rev.*, vol. 41, 2006, pp. 411 y ss.

constituirían estándares objetivos generales e imparciales, servirían como parámetro o instrumento de persuasión en la negociación contractual. Sin embargo, para FRANKEL, en ciertos casos las normas imperativas devendrían necesarias. Fundamentalmente, en aquellos en los que resulte necesario evitar que quienes tengan una posición negociadora ventajosa abusen de los más débiles. En ellos, acercándose al planteamiento ofrecido por COFFEE, entiende que resultaría indicado establecer prohibiciones de términos de contratación “claramente irrazonables” y, en su lugar, establecer condiciones “razonables y justas”⁸⁹⁶.

Si bien se advierte que serían atendibles los argumentos que señalan que las normas imperativas pueden llegar a convertirse en un obstáculo para la organización libre y eficaz de las empresas y que, por otro lado, los legisladores no estarían en condiciones de establecer, en abstracto, normas adecuadas para todos los casos; se sostiene que la consideración de la importancia de procurar evitar las posibles conductas oportunistas de quienes gozan de ventaja en la negociación, habría llevado a los tribunales a adoptar una “*middle ground solution*” (solución ecléctica) en la que la noción judicial de justicia –razonabilidad– ocuparía un lugar decisivo.

Sin perjuicio de lo dicho, se habrían encontrado razones suficientes para admitir la negociación privada de los deberes fiduciarios, siempre que se prevea un proceso claro de negociación y renuncia de los derechos otorgados por la legislación al beneficiario, necesario para garantizar una adecuada transformación de la relación fiduciaria en una relación de naturaleza simplemente contractual. En efecto, para que resulte admisible el consentimiento del principal se requeriría: i) que el fiduciario informe debidamente al principal respecto del cambio de naturaleza de la relación; ii) que el principal posea la capacidad de juzgar de forma independiente la situación y el eventual cambio de condiciones; iii) que el principal reciba del fiduciario información completa acerca de la transacción en cuestión; iv) que el consentimiento sea claro y específico, y v) que los términos sustantivos propuestos como transacción sean razonables y justos para el principal⁸⁹⁷.

⁸⁹⁶ Cfr.: FRANKEL, T., *Fiduciary Law*, cit., pp. 195-196.

⁸⁹⁷ *Ibidem*, pp. 197 y ss.

En definitiva, existirían varios elementos que determinarían la limitación de la capacidad del principal para renunciar a los derechos derivados de la relación fiduciaria. Aunque se reconoce que esta posición podría parecer paternalista, se argumenta que resultaría justificada en cuanto que si se admitiera indiscriminadamente todo “daño” a la institución fiduciaria, las personas tenderían a abstenerse de “entrar” en relaciones fiduciarias por la inseguridad jurídica que ellas presentarían, generándose así un perjuicio a la comunidad social, al bien común. Para evitar las posibles consecuencias perniciosas de un *opt out* indiscriminado, algunas de las normas que regulan los deberes fiduciarios sólo podrían ser renunciadas en circunstancias concretas previamente definidas o, directamente, no debería admitirse su renuncia.

En tal sentido, se concluye que el Derecho fiduciario no debería ser considerado de naturaleza contractual⁸⁹⁸ y que la posición contractualista “extrema” que consideraría subsidiarias y dispositivas todas las reglas fiduciarias llevaría a establecer o promover una suerte de derecho de propiedad de las posiciones fiduciarias, privilegio del que disfrutaban los administradores de sociedades hasta el siglo XVII, quienes gozaban de la posibilidad de adquirir el cargo en propiedad, modelo que se habría abolido por las severas injusticias y distorsiones que generaba⁸⁹⁹.

iv) *Rigor con la deslealtad e indulgencia con la negligencia*

Otra alternativa interpretativa calificable de ecléctica es la defendida, en España, por Cándido PAZ-ARES⁹⁰⁰. Su hipótesis de partida es la necesidad de diversificar el régimen de responsabilidad de los administradores de sociedades de capital⁹⁰¹. Por un lado, resultaría indicada la regulación

⁸⁹⁸ FRANKEL, T., “Fiduciary duties as default rules”, cit., p. 1276 y ss.

⁸⁹⁹ FRANKEL, T., *Fiduciary Law*, cit., p. 214.

⁹⁰⁰ Propuesta publicada por primera vez en PAZ-ARES, C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, en *RdS*, nº 20, 2003, pp. 67 y ss. y, posteriormente, como monografía: PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit.

⁹⁰¹ Esta idea también había sido defendida, aunque con sensiblemente menor argumentación, en LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit., p. 127.

imperativa y rigurosa del régimen de responsabilidad por incumplimiento del deber de lealtad y, por otro, la desregulación y/o “dulcificación” del régimen de responsabilidad por infracción del deber de diligencia. En definitiva, sostiene PAZ-ARES, el régimen de responsabilidad de los administradores debería configurarse de modo que sea “tan severo con las infracciones del deber de lealtad como indulgente con las del deber de diligencia”⁹⁰² lo que llevaría a adoptar una política de abstención con la negligencia y de intervención con la deslealtad.

La principal causa de la ineficacia del régimen legal español de responsabilidad de los administradores, en su redacción anterior a la Ley de Transparencia de 2003, estaría en el “tratamiento unitario de la responsabilidad”. En su lugar, opina PAZ-ARES, al diseñarse dicho régimen debería separarse la vertiente “tecnológica” de la sociedad (la creación de valor) de su vertiente “deontológica” (la distribución de valor)⁹⁰³, lo que, en definitiva, implicaría separar la regulación del deber de diligencia de la del deber de lealtad. Desde esta perspectiva, la ley debería tener dos imperativos claros: en primer lugar, promover la maximización del valor (deber de diligencia), y en segundo lugar, minimizar su distribución (deber de lealtad)⁹⁰⁴. Ahora bien, diversos planos de argumentación llevarían a justificar la política de abstención o indulgencia con la negligencia y, paralelamente, la política de intervención o rigor con la deslealtad⁹⁰⁵:

- a) Presencia o insuficiencia de incentivos naturales para el cumplimiento de los deberes

La política normativa a implementar debería tener en cuenta la existencia o no de incentivos naturales que lleven al administrador a cumplir adecuadamente con sus obligaciones de gestión con independencia del

⁹⁰² PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., p. 16.

⁹⁰³ Esta idea aparece también con claridad en el Informe ALDAMA (Cap.II.2.1) del que PAZ-ARES es co-autor.

⁹⁰⁴ PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., pp.14 y ss.

⁹⁰⁵ Véase: PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., pp.17 y ss.

marco regulador positivo. Cuanto mayor sea el alineamiento natural de intereses administrador-sociedad, menor sería la necesidad de intervención legislativa.

Se advierte que no existirían incentivos naturales para el cumplimiento del deber de lealtad, sino, por el contrario, para su incumplimiento ya que la deslealtad beneficiaría –desde el punto de vista económico- al fiduciario, perjudicando proporcionalmente al beneficiario (juego de suma cero). En tales circunstancias, resultaría indicada la intervención legislativa orientada a reducir la “tentación” del fiduciario. Por el contrario, el incumplimiento del deber de diligencia no brindaría al fiduciario beneficio económico alguno, mientras que su cumplimiento otorgaría beneficios tanto al fiduciario –por ejemplo, mejorando su prestigio y valoración en el mercado- como al beneficiario (juego de suma positiva). Es decir, en este caso sí habría alineamiento natural de los intereses de las partes haciendo innecesaria la intervención legislativa.

b) **Sustituibilidad de las normas legales por mecanismos de mercado**

Al diseñar el régimen legal de responsabilidad por incumplimiento de los deberes fiduciarios debería tenerse en cuenta la posibilidad de sustituir las reglas legales –de costosa aplicación- por remedios introducidos por el proceso de mercado, capaces de alcanzar similares resultados. Es decir, la posibilidad de sustituir las normas jurídicas por incentivos económicos que promuevan el mismo resultado a menor coste. Desde esta perspectiva, habría menor necesidad de normas positivas en la medida en que se dispusiera de incentivos económicos eficientes para lograr el mismo fin. Así, cuando el propio mercado fuera capaz de alinear los intereses de las partes, estaría indicada una política normativa de abstención, mientras que, cuando no lo fuera, lo indicado sería una política normativa de intervención y severidad.

Pues bien, el mercado sería capaz de inducir a los administradores a actuar diligentemente en la medida en que su reputación y la confianza que inspira su actuar diligente resultaría clave para la obtención de financiamiento de la sociedad a una tasa de interés favorable y para que el capital accionario de la sociedad mantenga o aumente su valor de mercado

(evitando así riesgos de OPAs que los perjudicaría personalmente). Es decir, en este caso los incentivos establecidos por el mercado serían capaces de sustituir eficazmente la regulación positiva del deber de diligencia. En cambio, las sociedades no dispondrían de mecanismos de mercado adecuados dirigidos a incentivar el cumplimiento del deber de lealtad⁹⁰⁶. Como consecuencia, resultaría necesaria la introducción legislativa de mecanismos capaces de promover el cumplimiento de dicho deber fiduciario a través de un régimen de responsabilidad por su incumplimiento.

c) Grado de incertidumbre al que se enfrenta el administrador

Por último, el diseño de la política jurídica a seguir en el ámbito societario-fiduciario requeriría analizar el grado de incertidumbre al que se enfrentarían los agentes fiduciarios en la adopción de las decisiones y su relación con los estándares de diligencia y lealtad. En efecto, cuando los administradores no son capaces de anticipar las consecuencias personales de sus decisiones (por ambigüedad del mandato legal, por las dificultades probatorias que se presentan o por las deficiencias cognitivas del propio administrador), la política indicada sería la de indulgencia porque una política contraria -rigurosa e imperativa- tendería a generar problemas de sobrecumplimiento (*overcompliance*) de los administradores quienes se verían incentivados a “cubrirse las espaldas” procurando anticipar los impredecibles criterios judiciales de responsabilidad. Es decir, como criterio general, correspondería la política de indulgencia en los casos en que el mencionado grado de incertidumbre fuera significativamente alto y de rigor cuando dicho riesgo fuera reducido.

⁹⁰⁶ Es más, como advierte SCOTT, K., “The role of preconceptions in policy analysis in Law: A response to Fischel and Bradley”, en *Cornell L. Rev.*, vol. 71, 1986, pp. 301-302, el administrador desleal procuraría actuar ocultamente, concretándose su deslealtad, en general, en una acción específica que no admitiría la reacción tempestiva del mercado.

En el mismo sentido, explican EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., *The economic structure...*, cit., p. 103, que si bien ambos problemas (la negligencia y la deslealtad) generarían problemas de agencia que reducen el beneficio, el de deslealtad implica acciones, en general, de *take and run* o *one shot* para los que los remedios del mercado resultan insuficientes, siendo más adecuados los remedios de responsabilidad. Por lo demás, la deslealtad resultaría más fácil de detectar y calificar para los tribunales que la negligencia.

Según este criterio, la deslealtad requeriría una política de rigor en la medida en que, en dicho ámbito, la incertidumbre a la que se enfrentarían los administradores por la actuación judicial sería reducida. En efecto, para los tribunales se trataría de juicios de naturaleza moral –para los que, en general, los tribunales tienen experiencia-, no técnica. Al contrario, en el ámbito de la negligencia, donde el grado de incertidumbre derivado de las posibilidades de error de juicio –para el que se requerirían significativos requerimientos técnicos o profesionales- resultaría elevado, lo indicado sería una política de indulgencia.

En definitiva, los tres planos de argumentación reseñados llevan a PAZ-ARES a pronunciarse a favor del desarrollo normativo imperativo del deber de lealtad de los administradores de sociedades y, en consecuencia, de la prohibición de que dicho ordenamiento positivo pueda ser derogado o modificado por los estatutos de la sociedad⁹⁰⁷.

4.2. La cuestión de la imperatividad-disponibilidad del ordenamiento positivo a la luz de la naturaleza jurídica de los deberes propuesta en el presente trabajo

4.2.1. Análisis crítico de las posiciones doctrinales descritas

La consideración de los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad como estándares de conducta derivados, directamente, del deber de buena fe, implícitamente comprendido en toda relación contractual, implicaría una serie de consecuencias jurídicas relevantes entre las que se encontraría una particular posición en el debate en torno a la cuestión de la disponibilidad o imperatividad del ordenamiento positivo que regula los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades de capital. Sin embargo, ninguna de las soluciones o aproximaciones ofrecidas por la doctrina, anteriormente descritas, resulta completamente adecuada a la naturaleza jurídica de los deberes fiduciarios, según la noción adoptada en el presente trabajo. Seguidamente se exponen los fundamentos de dicha falta de adecuación

⁹⁰⁷ Cfr.: PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., pp. 39 y ss., donde agrega que admitir el pacto en contrario implicaría admitir que las partes puedan dejar el contrato al “capricho” de una de ellas, lo cual pugnaría con la idea misma de contrato (art. 1256 CC).

para luego establecer una perspectiva que sí cumpla con los requerimientos de la mencionada noción de deberes fiduciarios.

i) *Las carencias de las “corner solutions”*

Como se advertía anteriormente, la más acreditada doctrina norteamericana ha criticado los paradigmas extremos (el *moral approach* y el *law & economics approach*) en torno a la cuestión del *opting out* de los deberes fiduciarios. Mientras la perspectiva dogmática-tradicional, es considerada inadecuada por resultar hostil a toda innovación contractual, la perspectiva contractual-maximizadora, se cerraría completamente a la intervención imperativa, lo cual no parecería razonable en las circunstancias actuales del Derecho de sociedades⁹⁰⁸.

a) Aproximación moralista

Ciertamente, los deberes fiduciarios no constituirían instituciones de naturaleza moral como propone la aproximación dogmática, sino, como se mostró en apartados anteriores, esencialmente contractual y, en consecuencia, en principio disponibles por acuerdo expreso de las partes involucradas. En tal sentido, la aproximación moral merecería semejantes críticas que las señaladas al criticar la perspectiva institucionalista de interés social y del Derecho de sociedades, en general.

La perspectiva moral-dogmática rígida, en efecto, implicaría depositar una gran confianza en la habilidad de *rule-making* –mayor que la de los propios interesados- de jueces y legisladores. La realidad sería, sin embargo, que las partes en los contratos –quienes tienen un interés personal en la cuestión y la información más completa disponible- tendrían mayores incentivos para diseñar mejores reglas de actuación que los legisladores y tribunales⁹⁰⁹. Por lo demás, resultaría imposible que la norma general a ser diseñada por el legislador se adecue a todas las sociedades, muy diferentes

⁹⁰⁸ Así, por todos, véase: COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate Law...”, cit., p. 1625; EISENBERG, M., “The structure of corporation Law”, cit., pp. 1461 y ss.

⁹⁰⁹ Cfr.: BUTLER, H. y RIBSTEIN, L. “Opting out of fiduciary duties...”, cit., pp. 56 y ss.; EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., “The corporate contract”, cit., p. 1442.

entre sí, con circunstancias, intereses y necesidades distintas⁹¹⁰, lo que sugeriría que las normas societarias no deben ser consideradas imperativas, aunque sí subsidiarias por ser técnicamente beneficiosas o adecuadas en la mayor parte de los casos.

Además, de la apatía racional que sufren los accionistas de las grandes sociedades cotizadas, como consecuencia de la atomización de sus estructuras de capital, no se seguiría necesariamente –como parecería sostener la teoría del *moral approach*- la ausencia de vinculación contractual entre la sociedad y sus socios. Tal como explican EASTERBROOK y FISCHER dicha relación mantendría, en todo caso, su naturaleza contractual⁹¹¹. Se tratará quizás de un contrato de adhesión y la negociación será prácticamente inexistente. Sin embargo, ello sólo significaría que una de las partes goza de escaso poder negociador, pero definitivamente no la inexistencia de una libre relación contractual. El accionista se vincularía a la sociedad, contractualmente, a través de un contrato de compraventa de acciones en el mercado de valores o, en su caso, mediante la oportuna aportación de capital libremente acordada entre las partes. Al hacerlo, los accionistas tienen la posibilidad de informarse acerca del marco organizacional de la sociedad y de aceptarlo o no. Informarse o no es una decisión subjetiva que dependerá de los intereses particulares de cada agente económico. Imponer mecanismos tendentes a proteger su situación jurídica supuestamente en desventaja, en el mejor de los casos, solamente introduciría mayores costes a la operación en probable detrimento del propio accionista. Los problemas de apatía racional no deberían, en consecuencia, ser combatidos mediante regulación imperativa.

Por su parte, la cuestión de las externalidades negativas como fundamento del carácter imperativo de los deberes fiduciarios –posición defendida, en España, por LLEBOT MAJÓ⁹¹²- se ve significativamente

⁹¹⁰ Cfr.: CHEFFINS, B., “Law, economics and morality...”, cit., p. 45.

⁹¹¹ Véase: EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., *The economic structure of corporate Law*, cit., pp. 15 y ss.

En el mismo sentido: BUTLER y RIBSTEIN, “Opting out of fiduciary duties...”, cit., pp. 13 y ss.

⁹¹² Véase: LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores...*, cit., pp. 127 y ss.

reducida si se adopta la noción de sociedad de capital como red de contratos (*nexus of contracts*). Desde esta perspectiva, en efecto, la libertad contractual de las partes de un contrato se encontrará limitada por la red de contratos anteriores que vinculan a cada una de ellas. En el ámbito societario, la relación contractual sociedad-administrador no podría modificarse de tal modo que implicase el incumplimiento contractual de la sociedad con cualquiera de los demás *stakeholders*.

En consecuencia, el problema de las externalidades negativas se reduciría a los eventuales daños que el *opt out* de los deberes fiduciarios ocasionase a los *stakeholders* externos, no vinculados contractualmente con la sociedad. Sería el caso, por ejemplo, de los perjuicios ocasionados al medio ambiente, en el que, como se apuntaba anteriormente, no existiría aún una acabada distribución de los derechos de propiedad. En tales casos, se consideraría adecuada la intervención protectora del Derecho en cumplimiento del principio de subsidiariedad, por el tiempo y la extensión estrictamente indispensable⁹¹³.

b) Aproximación contractualista

Ahora bien, lo afirmado no implicaría sostener que las partes no se encontrarían sometidas a ningún tipo de limitación. Si bien sería cierta la afirmación de que ningún ordenamiento positivo establecido por el legislador podría considerarse, *a priori*, más adecuado que los demás, para todas las sociedades de capital, también lo sería que el propio proceso de mercado daría origen a una serie de reglas indispensables para el adecuado desarrollo del mismo⁹¹⁴. Entre ellas destacarían el reconocimiento y respeto de los derechos de propiedad, el deber de cumplimiento de lo pactado y el deber de buena fe contractual, principios, todos ellos, esenciales al concepto jurídico de contrato.

Los deberes generales de diligencia y lealtad como expresiones del deber de buena fe contractual en el ámbito societario serían, en

⁹¹³ Véase el apartado 4 de la Parte Primera del presente trabajo.

⁹¹⁴ Cfr.: DE LA CUESTA RUTE, J.M., “Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación”, cit. p. 94 y ss.

consecuencia, también esenciales al concepto de contrato sociedad-administrador y, por tanto, indisponibles. Es decir, no podría al mismo tiempo defenderse el carácter contractual de la relación fiduciaria administrador-sociedad y promover la disponibilidad absoluta de los estándares generales de conducta de diligencia y lealtad, en los términos establecidos en el apartado anterior del presente trabajo. En definitiva, no puede compartirse la posición de quienes sostienen la licitud de las modificaciones de absolutamente todo el régimen jurídico de los deberes fiduciarios. En el sentido expresado, los estándares generales de diligencia y lealtad serían indisponibles. No por una cuestión moral sino de Derecho puramente contractual.

De la naturaleza contractual de los deberes no se seguiría su completa disponibilidad. Para que el contrato sociedad-administrador sea realmente tal, se requeriría la presencia y exigencia de los deberes fiduciarios generales de diligencia y lealtad como expresiones, en el ámbito societario, del deber de buena fe contractual. No se trataría, como se ha señalado, de que la perspectiva contractual-económica olvidaría la dimensión moral de los deberes fiduciarios y que su promoción de la disponibilidad de las normas fiduciarias, facilitaría la vida de los administradores para que actúen más en su propio interés que en el interés de la sociedad⁹¹⁵, sino simplemente de señalar que el *opt out* de los estándares generales de diligencia y lealtad implicaría dejar el cumplimiento al arbitrio de una de las partes lo que iría contra la esencia misma del concepto de contrato⁹¹⁶.

Lo afirmado sería compatible con sostener que no resultarían admisibles las “*one size fits all solutions*” en cuanto que los deberes de diligencia y lealtad implicarían solamente un modo de cumplir los contratos –la red de contratos- sin imponer criterio axiológico -valorativo- alguno. Sin embargo, no sería necesariamente cierto que el Derecho de sociedades tenga por único objetivo la reducción de los costes de transacción ya que ello,

⁹¹⁵ Véase: HOWARD, J., “Fiduciary relations in corporate Law”, cit., pp. 6 y ss.

⁹¹⁶ Cfr.: PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., p. 39 y ss.

como se explicaba anteriormente⁹¹⁷, implicaría integrar a la regulación un criterio valorativo particular (la eficiencia económica) que no necesariamente sería el que orienta a las partes en toda relación contractual y, por tanto, aplicarlo como criterio general introduciría distorsiones en el mercado con eventuales consecuencias imprevisibles.

ii) *Inadecuación de los fundamentos jurídicos ofrecidos por las aproximaciones eclécticas*

De lo afirmado anteriormente acerca de las carencias de las *corner solutions* puede inferirse una posición del presente trabajo que podría calificarse también de ecléctica o intermedia en el debate acerca de la disponibilidad de la articulación positiva de los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades de capital. Sin embargo, los fundamentos de dicha *middle ground solution* serían distintos a los señalados por las diversas posiciones eclécticas oportunamente descritas *ut supra*.

En efecto, las perspectivas eclécticas identificadas anteriormente basarían el carácter imperativo de, al menos, parte de la articulación positiva de los deberes fiduciarios en diversas razones que básicamente, podrían sintetizarse en i) situaciones de información asimétrica que determinarían la necesidad de intervención legal imperativa para proteger a la parte más débil, ii) manifiesta desproporcionalidad o injusticia de lo pactado por las partes o inadecuada valoración (razonabilidad) de la renuncia de los derechos otorgados por la normativa fiduciaria, iii) ausencia de incentivos naturales –provistos por el mercado– adecuados para el libre cumplimiento de los deberes fiduciarios

Pues bien, desde nuestro punto de vista, ninguno de los fundamentos expuestos justificaría acabadamente la indisponibilidad de la regulación positiva de los deberes fiduciarios. Ciertamente, como se ha afirmado, cada uno de ellos se trataría simplemente de un esfuerzo político por salvar los

⁹¹⁷ En España, esta crítica a la visión contractualista se encuentra muy bien explicada en GONDRA ROMERO, J.M., “La teoría contractual de la sociedad anónima...”, cit., pp. 1171 y ss.

restos del *approach* anti-contractualista del Derecho de sociedades y de los deberes fiduciarios en particular⁹¹⁸.

Respecto al primero de los fundamentos ofrecidos relativo al problema de información asimétrica, corresponde señalar que todo acceso a la información relevante tiene un coste y la asimetría de información, en general, responde al diferente grado de interés o posibilidades de inversión en la obtención de la misma. Sin perjuicio de la obligación de transparencia derivada del principio de buena fe contractual, justificar la imperatividad de la regulación legal en la falta de información conduciría a serias distorsiones ya que induciría a los agentes económicos a no invertir en la información necesaria para adoptar decisiones eficientes desde el punto de vista de sus intereses y, en definitiva, a hacer menos eficiente todo el proceso de mercado. Se trataría de un subsidio a favor de quien no ha querido (corporativismo) o podido (paternalismo) adquirir la información necesaria, en perjuicio de otro sector que si lo ha hecho. En todo caso, ¿cuál debería ser el criterio para beneficiar a unos en perjuicio de otros? Se acabaría siempre en un paternalismo corporativista que no haría más que desestimular el adecuado funcionamiento de las sociedades.

Con relación al argumento de la “razonabilidad” en la renuncia de los derechos o de la manifiesta injusticia del resultado del *opting out* como criterio determinante de la disponibilidad del ordenamiento positivo, corresponde señalar que el mismo parte de la existencia de un régimen ideal, justo, proporcional, equilibrado con el cual se debe comparar la regulación privada –el contrato entre partes-. Como se advertía anteriormente, esta posición, aunque ciertamente menos radical, oculta una visión dogmática de

⁹¹⁸ Cfr.: BUTLER, H. y RIBSTEIN, L. “Opting out of fiduciary duties...”, cit., pp. 59 y ss., quienes, en síntesis, sostienen que estas perspectivas i) incurrirían en un sobre-dimensionamiento de la necesidad de deberes fiduciarios mediante el infra-dimensionamiento de los contratos privados como mecanismos de regulación de la conducta de los *managers*; ii) considerarían equivocadamente –sin fundamento alguno- a las normas que regulan la responsabilidad del administrador como ajenas a las normas contractualmente pactables; iii) infravalorarían la capacidad del mercado para desarrollar mecanismos óptimos dirigidos a proteger los intereses de las partes involucradas en la sociedad; iv) incurrirían en error al evaluar las deficiencias del *moral* o *normative approach*, probablemente, ocasionado por una exageración de los supuestos problemas que ofrece el ordenamiento privado

la cuestión que confía en la existencia de una organización societaria ideal susceptible de ser descubierta y articulada positivamente por el *rule-maker* (experto, legislador o juez).

Por último, el argumento centrado en la existencia o no de incentivos económicos que permitan lograr el cumplimiento de los deberes como alternativa a la regulación legal positiva tampoco resultaría convincente en la medida en que se refiere a la eficacia de los diferentes instrumentos disponibles para lograr el cumplimiento de los deberes y no a la posibilidad de disponer de los mismos. Es decir, se centra el esfuerzo en establecer qué mecanismos serían menos costosos para lograr el cumplimiento de los deberes, concluyendo que como no existirían incentivos naturales para el cumplimiento del deber de lealtad, ni instrumentos alternativos a la regulación legal imperativa, ni incertidumbre significativa en la actuación del administrador, las normas derivadas del deber de lealtad deben ser establecidas imperativamente. Más allá de resultar reduccionista el argumento por su exclusivo criterio economicista, resulta insuficiente también desde el propio criterio de eficiencia ya que, en rigor, no admitiría ningún cambio del régimen legal de las reglas derivadas del deber de lealtad (prohibición de utilizar el nombre de la sociedad, de invocar la condición de administrador, de aprovechamiento de oportunidades de negocio de la sociedad, de competencia con la sociedad, etc.) lo que, evidentemente, no siempre se ajustaría al principio de eficiencia. Además, ¿por qué –como sostiene PAZ-ARES- la regulación legal debería promover la creación de valor y reducir su distribución? En rigor, desde la perspectiva contractualista, la elección de los objetivos, valores o fines de la actividad empresarial deberían adjudicarse a las partes, propietarias de los recursos que se aportarán la empresa, no al legislador⁹¹⁹.

Probablemente el diagnóstico jurídico-económico ofrecido por PAZ-ARES sea acertado en lo que se refiere a los incentivos que el mercado ofrece para el cumplimiento de los deberes fiduciarios. Sin embargo, en la práctica, su análisis sólo probaría que el remedio más eficiente –desde el punto de vista económico- para combatir las infracciones del deber de

⁹¹⁹ En este sentido, se incurriría en los mismos errores en los que cae la perspectiva dogmática. Al respecto, véase el ya citado trabajo de GONDRA ROMERO, J.M., “La teoría contractual de la sociedad anónima...”, cit., pp. 1197 y ss.

lealtad es el régimen de responsabilidad y la amenaza de castigo, mientras que en el ámbito de la diligencia serían más eficaces otros remedios. Ello, sin embargo, no determinaría la necesidad de establecer normas imperativas que establezcan dicho régimen. Como advierten BUTLER Y RIBSTEIN, sería un error considerar que las normas que regulan la responsabilidad contractual sean ajenas al terreno de lo pactable⁹²⁰. Por lo demás, sin embargo, existirían serios incentivos económicos para que, en los hechos, las partes no estén interesadas en contratar reglas diversas a las establecidas por el ordenamiento legal⁹²¹. No sería, entonces, necesaria la imposición.

La batería de argumentos económicos expuestos por PAZ-ARES tendría, en todo caso, una gran utilidad. Serviría para convencer a los agentes económicos –es decir, a los diferentes *stakeholders* que se enfrentan a la tarea de diseñar las relaciones contractuales del administrador con la sociedad- de la conveniencia de seguir tales pautas por las ventajas y ahorro de costes que ellas probablemente impliquen. Pero en ningún caso constituirían elementos suficientes para la imposición de las mismas, entre otras razones porque como se ha afirmado, en cada caso concreto, los costes del régimen de responsabilidad –y fundamentalmente de la consecuente litigación- pueden ser muy significativos, llegando incluso a ocurrir que los costes de establecer determinadas reglas derivadas de los deberes fiduciarios superen los beneficios que las mismas otorgan⁹²².

⁹²⁰ Véase: BUTLER, H. y RIBSTEIN, L. “Opting out of fiduciary duties...”, cit., pp. 70 y ss.

⁹²¹ Cfr.: CHEFFINS, B., “Law, economics and morality...”, cit., p. 41, quien advierte, por un lado, que en las sociedades cotizadas, en general, no se contratará *out* porque los inversores podrían reaccionar negativamente ocasionando un significativo descenso del valor de las acciones y, por otro lado, que no sería cierto que los administradores que quieren separarse de la regulación legal puedan hacerlo en todos los casos. En el mismo sentido, PAZ-ARES, C., “El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor”, cit.

⁹²² Cfr.: CHEFFINS, B., “Law, economics and morality...”, cit., p. 31, quien señala que si el análisis económico llegara a concluir que esto podría ocurrir, las partes deberían ser libres para negociar reglas distintas.

4.2.2. *Indisponibilidad de los estándares generales de conducta de diligencia y lealtad: la buena fe contractual*

El fundamento último de la indisponibilidad de los estándares generales de conducta del administrador de sociedades no se encontraría, pues, en ninguna de las argumentaciones expuestas por la doctrina analizada, sino en el Derecho general de contratación. En efecto, el Derecho de los contratos recoge una serie de normas que definen y regulan la contratación privada, sin las cuales la institución contractual y el propio mercado no podrían funcionar o existir tal como se lo conoce actualmente. Entre dichas normas definidoras de la esencia contractual estaría el deber de buena fe contractual, entendido en sentido general como cumplimiento de la palabra dada⁹²³, cuya expresión en el ámbito de la relación fiduciaria administrador-sociedad sería el cumplimiento por parte del administrador de los deberes generales de diligencia y lealtad.

En este sentido, no resultaría razonable ni jurídicamente aceptable que las partes de la relación fiduciaria puedan pactar la no aplicación de los estándares generales de diligencia y lealtad, en cuanto ello implicaría, en otros términos, la no aplicación del principio general normativo de buena fe, lo cual no sería admisible por resultar contrario a la esencia misma del concepto de contrato. Sería, ciertamente, contrario a la lógica jurídica que las partes pactasen que una de ellas pudiera incumplir discrecionalmente sus obligaciones contractualmente contraídas (art. 1256 CC).

En el mismo sentido que se advertía que el interés social no sería disponible por las partes en la medida en que constituiría una cláusula de naturaleza instrumental⁹²⁴, los deberes fiduciarios tampoco lo serían, en cuanto indicarían la forma o modo de cumplir las obligaciones contractuales las que, implícita o explícitamente, implicarían, en todo caso el cumplimiento de los deberes fiduciarios generales de diligencia y lealtad. El administrador, pues, debería estar obligado, en todo caso a actuar con

⁹²³ Cfr.: VON TUHR, A., *Teoría general del Derecho Civil Alemán*, tomo II, vol.1, Depalma, Buenos Aires, 1947, p.150. “*Bona fides exigit ut it quod convenit fiat*”, esto es: “la buena fe exige que se haga lo que se convino”.

⁹²⁴ Cfr.: PAZ-ARES, C., “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...?”, cit. p. 182.

diligencia y lealtad, como expresiones del principio normativo contractual e imperativo de buena fe, implícitamente comprendido en toda relación contractual. Su imperatividad, en consecuencia no derivaría de la trascendencia de determinados valores dogmáticos a salvaguardar sino de la esencia misma del concepto de contrato. Es decir, si se pactase la no aplicación de dichos estándares generales de conducta no se estaría ante un contrato en el ámbito societario, sino ante otra figura jurídica distinta a la relación contractual⁹²⁵.

Sin embargo, en los términos que posteriormente se explicará, las partes sí estarían en condiciones de pactar la no aplicación concreta de las reglas fiduciarias de segundo grado, desarrolladas por la práctica contractual –la costumbre- y/o establecidas por el Derecho positivo o la jurisprudencia correspondiente, derivadas de los mencionados estándares generales, cuando las mismas no resulten adecuadas a las especiales circunstancias y términos de negociación del caso concreto⁹²⁶. Ello, fundamentalmente, porque dichas normas fiduciarias derivadas constituirían simplemente instrumentos dirigidos a asegurar el cumplimiento de los estándares generales y, en cuanto tales, podrán ser más o menos eficaces en cada caso concreto, pudiendo las parte optar por su utilización, tras un análisis de costo beneficio (*trade off*).

En este sentido, la renombrada legislación del estado de Delaware (EEUU) que admite el *opt out* del régimen legal de responsabilidad por incumplimiento del deber de diligencia, no prevé la posibilidad de disponer del deber de diligencia en sí mismo, sino solamente del régimen de responsabilidad por su incumplimiento. Es decir, del instrumento previsto legalmente para promover su cumplimiento. También podría haberse establecido un régimen similar para el deber de lealtad, sin embargo el

⁹²⁵ Cfr.: DE CASTRO, F., “Notas sobre las limitaciones de la autonomía de la voluntad”, cit., p. 1062. En el mismo sentido, VALPUESTA GASTAMINZA, E., *La prohibición de la arbitrariedad en el ámbito contractual privado*, Servicio de Publicaciones de la Universidad de Navarra, Pamplona, 1989, p. 378, advierte que resulta esencial el carácter imperativo del art. 1256 CC en la medida en que resultaría evidente que una figura que “no cumpla lo declarado en la norma no puede ser llamada contrato”.

⁹²⁶ Sobre esta idea, véase: BUTLER, H. y RIBSTEIN, L. “Opting out of fiduciary duties...”, cit., pp. 1 y ss.

legislador de Delaware no lo consideró oportuno, probablemente, en función de los mismos argumentos económicos sintetizados por PAZ-ARES en la monografía anteriormente comentada⁹²⁷. No habría una diferencia esencial en la naturaleza de cada uno de los deberes⁹²⁸.

Sin perjuicio de la fundamentada argumentación presentada por el mencionado jurista español, en rigor, los administradores estarían, en todo caso obligados a actuar con diligencia y lealtad. Otra cuestión sería la definición de los mecanismos más idóneos para promover el cumplimiento de dichos deberes de la forma más eficiente disponible. Se trataría de un problema de política normativa ciertamente vinculado pero distinto al de la posibilidad de separarse contractualmente de los deberes en sí mismos (*opt out*). En definitiva, no se podría, en ningún caso, admitir el pacto que habilite al administrador a no ser diligente o leal porque ello iría contra la naturaleza misma del contrato, pero sí –como se verá– respecto de los diversos instrumentos legales disponibles mediante los cuales, o bien, se procura minimizar las posibilidades de incumplimiento de dichos deberes fiduciarios (por ejemplo, mediante el régimen de responsabilidad de administradores), o bien, se prevén reglas a través de las cuales el administrador actuaría de manera diligente y/o leal (deberes fiduciarios de segundo grado), porque ello no afectaría la esencia de la relación contractual.

4.2.3. Disponibilidad de los deberes fiduciarios de segundo grado

i) *Necesidad o conveniencia de la articulación positiva de los deberes fiduciarios de segundo grado*

Una vez resuelta la cuestión de la disponibilidad-imperatividad de los deberes fiduciarios a través de la formulación ecléctica propuesta (imperatividad de los estándares generales y disponibilidad de las reglas derivadas) de acuerdo al fundamento jurídico expuesto, corresponde

⁹²⁷ PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., pp. 17 y ss.

⁹²⁸ En efecto, como explica CHEFFINS, B., “Law, economics and morality...”, cit., p. 40, un administrador que juega al golf en lugar de ir al trabajo gana satisfacción en el mismo sentido que el que desvía una oportunidad de negocios de la sociedad.

preguntarse acerca de la necesidad o, incluso, conveniencia de que dichas reglas derivadas (deberes fiduciarios secundarios o de segundo grado) sean articuladas por el Derecho positivo, mediante legislación específica –como ocurre en España desde la Ley de Transparencia de 2003- o, por lo menos, a través de los denominados códigos de buen gobierno corporativo (*soft Law*).

Como se advertía anteriormente, serían las partes las que se encontrarían en mejores condiciones de establecer las reglas que regularán sus relaciones jurídicas privadas. Sin perjuicio de ello, también sería cierto que, como explicaban EASTERBROOK y FISCHER, la articulación normativa de las reglas que los tribunales, legisladores o expertos –en el caso del *soft Law*- consideren, en general, más adecuadas, podría facilitar la contratación –reducir los costes de transacción- y en el mejor de los casos, inducir a las partes a pactar reglas alternativas que se adecúen mejor a sus circunstancias particulares⁹²⁹. De esta forma se enriquecería, al mismo tiempo, el proceso de mejora o perfeccionamiento de tales reglas fiduciarias⁹³⁰.

El Derecho fiduciario positivo cumpliría, en consecuencia, una función orientadora de los sujetos que se enfrentan a la labor de contratación fiduciaria, informando acerca de las reglas que habrían demostrado hasta el momento ser más adecuadas para cumplir los deberes fiduciarios generales de diligencia y lealtad. Así, por ejemplo, la prohibición de utilizar el nombre de la sociedad para la realización de operaciones por cuenta propia (art. 227 LSC) constituiría una norma subsidiaria que, en definitiva cumpliría una función de orientación en la contratación de los administradores de sociedades de capital. Al momento de contratar, las partes tendrán en consideración que el legislador –basándose en la experiencia anterior- habría entendido que el mejor modo de garantizar el cumplimiento del deber de lealtad sería a través de dicha regla secundaria (prohibición de usar el nombre de la sociedad para operaciones personales). Sin embargo, en el caso concreto, las partes podrían considerar oportuno –por diversas

⁹²⁹ Cfr.: EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., “Contract and fiduciary duty”, cit., p 446.

⁹³⁰ Como ha explicado recientemente el Tribunal Supremo español, en STS de 4 de octubre de 2011 [RJ 2012, 759], los deberes fiduciarios de segundo grado no añadirían nada al régimen legal anterior, ya que pese a ser configurados como deberes autónomos suponen “una simple concreción dirigida a potenciar la observancia de la cláusula general”.

razones⁹³¹ - que el administrador pueda invocar el nombre de la sociedad cuando le parezca conveniente, estableciéndolo explícitamente así en el contrato administrador-sociedad y explicando oportunamente las razones que llevaron a adoptar esta decisión. En tal caso, no debería constituir deslealtad una actuación del administrador en los términos prohibidos por art. 227 LSC.

ii) *Criterio para la definición del contenido de los deberes fiduciarios de segundo grado: la costumbre mercantil*

Ahora bien, el legislador debería extremar la prudencia al articular el contenido de las *fiduciary rules* (deberes fiduciarios de segundo grado) ya que, como explicaba FRANKEL, sin perjuicio de su disponibilidad, el Derecho positivo introduciría una serie de incentivos cuyos efectos podrían llegar a producir significativas distorsiones en el mercado⁹³².

En efecto, como normas subsidiarias, dichas reglas regularían todas las relaciones fiduciarias entre los administradores y las sociedades que no hubieran sido explícitamente descartadas en los correspondientes contratos, situación que se produciría en la mayor parte de los casos. El Derecho positivo jugaría entonces, en los hechos, un rol fundamental para el buen desarrollo de los proyectos empresariales societarios. En consecuencia, el diseño de las *fiduciary rules* debería apoyarse en criterios que, al tiempo que promovieran el cumplimiento de los estándares generales de diligencia y lealtad, introdujeran la menor cantidad de distorsiones negativas que lleven al inadecuado desarrollo del proceso de mercado.

Pues bien, entre los diversos criterios disponibles (fundamentalmente derivados de los dos paradigmas actualmente enfrentados: dogmático-moral vs. eficiencia económica) se encontraría el criterio de la costumbre mercantil (fuente primordial en el ámbito del Derecho mercantil y de la empresa), cuyo origen y contenido “derivado de la acción humana, pero no del designio humano”⁹³³, llevaría a que sea considerado más adecuado para

⁹³¹ Por ejemplo, como una forma de pago más por el servicio prestado a la sociedad.

⁹³² Cfr.: FRANKEL, T., *Fiduciary Law*, cit., pp. 195 y ss.

⁹³³ Noción de orden espontáneo cuyo análisis y desarrollo puede verse en GALLO, E., “La tradición del orden social espontáneo...”, cit.

la definición del contenido de las reglas fiduciarias derivadas de los estándares generales de diligencia y lealtad⁹³⁴.

Ciertamente, el criterio dogmático de justicia no resultaría adecuado como mecanismo de integración de las reglas legales en la medida en que dependería de la noción de justicia del legislador de turno, la que, dependiendo del color político de la mayoría parlamentaria, tendrá un acento más economicista o institucionalista, liberal o socialista, y en todo caso, corporativista, ajeno a la verdadera justicia que debería inspirar al ordenamiento jurídico. Por su parte, el criterio de eficiencia económica, promovido con mucha fuerza en las últimas décadas por la escuela del análisis económico del Derecho, no se ajustaría a la realidad en la medida en que se apoyaría en la premisa falsa de que todos los agentes del mercado se mueven exclusivamente por el afán de lucro. En definitiva, como advertía GONDRA, este criterio sería tan dogmático como el anterior y traicionaría su supuesta inspiración contractualista.

De acuerdo con la noción evolutiva de las instituciones jurídicas, sería compatible la naturaleza contractual de los deberes fiduciarios con la idea de que las normas que regulan los deberes tienen su origen en la equidad. Se trataría sin embargo de una equidad subjetiva, para cada contrato concreto que, sumados en el tiempo, irían dando paulatino origen a una costumbre mercantil, esto es, un orden espontáneo (resultado de la mencionada acción humana pero no del designio humano) que llegaría a constituir una norma jurídica, frente a la cual, como ante toda costumbre, su incumplimiento acarrearía responsabilidad, salvo que se expliquen oportunamente las razones de su incumplimiento⁹³⁵.

⁹³⁴ En sentido ciertamente cercano a lo planteado, véase: DE CASTRO, F., “Notas sobre las limitaciones de la autonomía de la voluntad”, cit., p. 1061, donde el autor señala que el derecho dispositivo respondería a lo que se ha considerado “normal según los intereses en juego”. Y agrega que las partes no estarían obligadas a seguir lo establecido en la ley. Los contratos que se separen de ella, para ser eficaces, simplemente deberán tener una adecuada justificación.

⁹³⁵ Cfr.: PÉREZ CARRILLO, E., “El deber de diligencia de los administradores de sociedades”, cit., p. 295; QUIJANO GONZÁLEZ, J. “Responsabilidad de los consejeros”, cit., pp. 555-556.

La costumbre mercantil como fuente de integración de la relación contractual fiduciaria y como criterio inspirador de la legislación fiduciaria subsidiaria tendría la ventaja, por un lado, de responder a las reales expectativas que podrían esperarse de las partes cuyo conocimiento de la realidad mercantil (la costumbre) podría presumirse, al menos, con mayor probabilidad que la exclusiva finalidad de lucro. Por otro lado, el contenido axiológico o valorativo de dichas reglas, en la costumbre, no debería responder al criterio de justicia o eficiencia de un sujeto en particular, sino al orden espontáneo generado por una multitud de acciones libres. Dicho orden, aunque probablemente no se ajustará perfectamente a la justicia objetiva real –a la que se estará en continuo proceso de acercamiento–, sería, entre los demás órdenes planificados (diseñados por una persona - tecnócrata-, tribunal o parlamento particular) el que más posibilidades tendría de acercarse a la misma, en cuanto respondería a la experiencia de un indeterminado número de sujetos que, buscando el modo de diseñar las normas que mejor se ajusten al interés bilateral de las partes contractuales, colaborarían inconscientemente en la creación espontánea de la norma jurídica general.

En definitiva, la integración de la relación contractual administrador-sociedad debería llevarse a cabo a través de la aplicación del instrumento de *implicit contracting* acudiendo para ello, en primer lugar, a la jerarquía de normas positivas subsidiarias existentes (*hard* y *soft Law*). Dichas normas no deberían inspirarse o, al menos no solamente, en el criterio de eficiencia propuesto por la teoría contractual-maximizadora o de justicia distributiva sostenido por la teoría dogmática, sino en la costumbre mercantil relevante, la que, en definitiva, llevaría a considerar las verdaderas expectativas adjudicables a las partes al momento de contratar.

iii) “*Cumplir o explicar*” los deberes fiduciarios secundarios

La costumbre mercantil, como criterio de integración contractual, exigiría que las partes, en caso de querer separarse de la norma jurídica, expliquen las razones de su decisión, para evitar así la presunción de negligencia que el incumplimiento de la costumbre implicaría. En otros términos, resultaría de aplicación el principio general del gobierno corporativo de origen inglés *comply or explain* (“cumplir o explicar”), cuya

aplicación al *soft Law* es generalmente aceptada –recogida en varios de los documentos y leyes descritas en anteriores apartados- y cuya aplicación extensiva a la regulación legal subsidiaria se propone en el presente trabajo⁹³⁶. Esta propuesta resultaría compatible con la perspectiva de COFFEE⁹³⁷, anteriormente descrita, quien destaca la *disclosure* como condición indispensable para el *bargain out* de la normativa fiduciaria.

La aplicación del principio del gobierno corporativo europeo tendría su origen en el propio proceso de mercado que, paulatinamente, habría venido descubriendo las ventajas de la transparencia de información (manifestación del principio de buena fe contractual), para el desarrollo adecuado del proceso de mercado⁹³⁸. Por lo demás, sería la manera más eficaz, hasta el momento descubierta de integrar la necesidad de proteger, por un lado, la libertad y eficiencia empresarial, y por otro, la eventual posición de desventaja en que se encontraría una de las partes con más difícil acceso a la información relevante.

Así, por ejemplo, desde la perspectiva “cumplir o explicar” no resultaría ilegítimo, que las partes modifiquen contractualmente las normas relativas al aprovechamiento de oportunidades de negocio, siempre que se informe explícitamente al mercado (a través de los diversos canales disponibles para ello) los motivos que justificarían la renuncia de dicha regulación positiva, evitando de este modo, los problemas probatorios (presunciones que conllevaría el incumplimiento injustificado de la costumbre) que ante posibles acciones judiciales por abuso de posición dominante contractual u oportunismo, pudieran ejercitarse. Lo cierto sería

⁹³⁶ Cfr.: INDIRA ANAND, A., “Voluntary vs. Mandatory corporate governance: towards an optimal regulatory framework”, *working paper* publicado en <http://law.bepress.com/alea/15th/bazaar/art44>, p. 2 y ss., quien sostiene que el régimen óptimo de gobierno corporativo sería aquel en el que el cumplimiento de las buenas prácticas es voluntario pero la obligación de informar acerca del cumplimiento de las mismas es obligatorio.

⁹³⁷ COFFEE, J., “The mandatory/enabling balance in corporate Law...”, cit., pp. 1621 y ss.

⁹³⁸ Cfr.: RIBSTEIN, L., “Liberty and disclosure: A framework for securities regulation”, publicado en el *blog* <http://libertylawsite.org/>, en *post* de fecha 20 de diciembre de 2011, quien sostiene que “*the law should apply only to disclosure rather than providing substantive fiduciary or voting rules*”.

que el establecimiento de los deberes fiduciarios ocasionaría diferentes costes y beneficios a cada una de las partes⁹³⁹, dependiendo de las circunstancias y necesidades en cada caso. Ese análisis subjetivo de coste-beneficio (*trade off*) sería lo que habría que explicar (*explain*) al adoptar contractualmente normas distintas a las establecidas por el Derecho positivo.

iv) *Condiciones para la disponibilidad contractual de los deberes*

La perspectiva adoptada lleva a plantear la cuestión de los límites de la libertad contractual⁹⁴⁰ en el ámbito de la relación fiduciaria; esto es, la definición de las condiciones necesarias para que las partes puedan pactar la no aplicación de la regulación positiva. Como advierten COOTER y FRIEDMAN, la limitación específica de la libertad contractual sería, en todo caso, importante para el Derecho fiduciario⁹⁴¹, para la determinación del alcance de su función de colaborar en la reducción de los problemas inherentes a las relaciones de naturaleza fiduciaria (oportunidades de apropiación indebida, descuido, inadecuada asunción de riesgos, etc.).

Pues bien, desde la perspectiva adoptada, las condiciones o limitaciones a la libertad contractual para la disponibilidad del ordenamiento positivo fiduciario de segundo grado, serían las establecidas por el Derecho civil general. En particular, resultaría de aplicación el art. 6.2 CC, que dispone que “la exclusión voluntaria de la ley aplicable y la renuncia a los derechos en ella reconocidos sólo serán válidas cuando no contraríen el interés o el orden público ni perjudiquen a terceros”

La segunda de las condiciones previstas en el precepto legal transcrito referiría al ya mencionado problema de las externalidades negativas. Dicho problema, como se advertía en el primer capítulo del presente trabajo, sería una consecuencia de una incompleta distribución de los derechos de propiedad de los bienes. La indeterminación de los derechos de propiedad haría que, en ciertos casos, el contrato entre partes, afecte la esfera jurídica

⁹³⁹ Cfr.: CHEFFINS, B., “Law, economics and morality...”, cit., p. 47.

⁹⁴⁰ Respecto a esta cuestión, véase el clásico trabajo de DE CASTRO, F., “Notas sobre las limitaciones intrínsecas de la autonomía de la voluntad” cit., pp. 987 y ss.

⁹⁴¹ COOTER, R. y FREEDMAN, B., “The fiduciary relationship...”, cit., pp. 1069 y ss.

de terceros. Se haría, entonces necesaria, en aplicación del principio de subsidiariedad (esto es, por el tiempo y la extensión que resulte necesario o conveniente), la intervención del Derecho dirigida a prevenir y/o solventar dichas externalidades.

Otra limitación a la disponibilidad del ordenamiento legal, vinculada con la cuestión del “orden público” prevista también en el art. 6.2 CC -a la que luego haremos referencia-⁹⁴², sería la impuesta por los denominados “principios configuradores” de cada tipo contractual a los que también se hizo referencia anteriormente. Los principios o elementos configuradores definirían la esencia de cada tipo contractual. No es que sean obligatorios, por sí, sino que definirían lo que para el Derecho (porque anteriormente lo fue para la sociedad, para el mercado –según las expectativas reales de todos los sujetos que intervienen en el-), es una figura contractual determinada. El nombre de cada figura implicaría una serie de expectativas de los diferentes agentes del mercado, lo que, a su vez permitiría que el mercado funcione adecuadamente. Se trataría de normas de organización jurídica desarrolladas paulatinamente por el devenir de los pactos de los agentes en el mercado⁹⁴³, igual que el principio de buena fe contractual (art. 7.1 CC) y el deber de cumplimiento de lo pactado -*pacta sunt servanda*- (art. 1258 CC), sin las cuales no se entenderían las instituciones jurídicas.

⁹⁴² Cfr.: MARTÍNEZ PÉREZ-ESPINOSA, A, “Junta Universal contraria al orden público y riesgo de abuso de minorías”, en *RdS*, nº 36, 2011, p. 435, quien advierte que la noción de orden público habría evolucionado en la jurisprudencia, desde la equiparación con los derechos fundamentales constitucionales (STS de 18 de mayo de 2000 [RJ 2000, 3934] y STS de 4 de marzo de 2002 [RJ 2002, 2421]) hasta su conexión con los principios configuradores y los derechos esenciales del socio (STS de 21 de febrero de 2006 [RJ 2006, 827], STS de 30 de mayo de 2007 [RJ 2007, 3435], STS de 19 de julio de 2007 [RJ 2007, 5092]).

⁹⁴³ Su legitimación derivaría de la superior capacidad del mercado para desarrollar instituciones jurídicas (órdenes espontáneos) más justas y eficientes que cualquier mente humana individual, en general influida o sujeta a diversos modos de corporativismo. Al respecto, véase la noción hayekiana de instituciones jurídicas en HAYEK, F., *The fatal conceit...*, cit; GARCÍA MARTÍNEZ, E., “La tradición en Hayek”, disponible en <http://www.ucm.es/BUCEM/tesis/fsl/ucm-t26445.pdf>; ROJAS, R., “El orden jurídico espontáneo”, en *Revista Libertas*, nº 13, 1990; SHENFIELD, A., “Hayek y el Derecho”, en *Revistas Libertas*, nº 7, 1987.

El nombre de cada figura jurídica implicaría ciertas características esenciales. Del mismo modo que la esencia del concepto de coche implica 4 ruedas y si tiene sólo 2, no es coche sino motocicleta por más que se pacte otra cosa contractualmente, sería esencial al concepto de sociedad que sus administradores actúen de buena fe, esto es, cumpliendo con los estándares de diligencia y lealtad. El contrato implicaría necesariamente –por esencia– que su cumplimiento no se libre a la voluntad de una de las partes (art. 1256 CC). Si se pacta lo contrario, o bien no estaremos en presencia de un contrato (administrador-sociedad) o bien, no debería considerarse válido dicho pacto⁹⁴⁴. Esta misma línea de razonamiento sería la seguida por LLEBOT MAJÓ cuando fundamenta la inmodificabilidad del régimen legal del deber de lealtad con base en la prohibición de los pactos de impunidad por dolo establecida en el art. 1102 *in fine* CC⁹⁴⁵.

La cuestión sería, entonces, establecer o definir las características esenciales de las distintas figuras jurídicas a los efectos de determinar hasta qué punto las partes podrán disponer contractualmente de la normativa positiva que las regula. Las dificultades que la cuestión de los principios configuradores ofrece, oportunamente advertidas por PAZ-ARES⁹⁴⁶, sugieren

⁹⁴⁴ En este sentido, afirmaba SCOTT, A., “The fiduciary principle”, cit., p. 542, comentando el Caso jurisprudencial *Rogers v. Guaranty Trust Company*, de 1943, que de la misma manera que el consentimiento de los beneficiarios de un *trust* no siempre es suficiente defensa para proteger al *trustee* en eventuales procesos judiciales, el consentimiento de los accionistas no siempre sería protección suficiente para los administradores.

⁹⁴⁵ LLEBOT MAJÓ, J.O., “Los deberes y la responsabilidad de los administradores”, cit., p. 44. Lo contrario, advierte el autor, equivaldría a dejar a la voluntad de los administradores el cumplimiento de los deberes.

⁹⁴⁶ PAZ-ARES, “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades?...”, cit., pp. 192 y ss.

Una discrecionalidad de este tipo, agregaría en su comentario al art. 1102 CC, BADOSA COLL, F., *Comentario del Código Civil*, tomo II, cit., pp. 36 y ss., implicaría otorgar al deudor total discrecionalidad sobre la cosa debida y el cumplimiento de la obligación contractual. Es decir, sería la “negación de la vinculación jurídica del deudor”. La igualdad esencial de las partes, recuerda DÍEZ-PICAZO, L. en su comentario al art. 1256 CC, en *Comentario del Código Civil*, tomo II, cit., pp. 432-433, ha sido considerada el fundamento del artículo 1256 CC, en la medida en que impediría que una de ellas quede sujeta al contrato y la otra no. En dicho caso, faltaría verdadero consentimiento. En el mismo sentido, véase el trabajo de VALPUESTA GASTAMINZA, E., *La prohibición de la arbitrariedad en el ámbito contractual privado*, cit., pp. 375 y ss., donde se analiza el

la aplicación de un criterio restrictivo en la identificación de las notas esenciales en el ámbito de las instituciones societarias⁹⁴⁷. Así, razonablemente serán esenciales a la sociedad de capital el deber de buena fe contractual y los estándares generales de éste derivados directamente (diligencia y lealtad), mientras que no deberían ser considerados tales, los denominados deberes fiduciarios de segundo grado, en la medida en que su efectiva presencia no afectaría de modo significativo la esencia de los conceptos jurídicos –determinados por la costumbre mercantil– de sociedad de capital y de administrador de sociedades.

Por último, corresponde hacer referencia al *orden público*, en sí mismo, más allá de su vinculación –en el ámbito societario– a la cuestión de los principios configuradores del tipo, como límite a la exclusión voluntaria o contractual de la ley positiva aplicable (art. 6.2 CC)⁹⁴⁸. A través de esta

alcance del precepto establecido en el art. 1256. La prohibición del arbitrio sería un principio de derecho contractual que protege la “Justicia conmutativa”, el “dar a cada uno lo suyo”.

⁹⁴⁷ Sin perjuicio de que no parecería ser esta la interpretación del Tribunal Supremo Español en reciente sentencia de 19 de abril de 2010 (RJ 2010, 222) comentada por MARTÍNEZ PÉREZ-ESPINOSA, A., “Junta Universal contraria al orden público...”, cit. pp. 429 y ss., ya que considera que la normativa relativa a la celebración de juntas de accionistas, afectaría “a la esencia de la sociedad, en el sentido de los principios configuradores de la misma”; en el caso no se produciría una separación contractual (*opt out*) de la legislación. Podría haberse argumentado, llegando a la misma conclusión que la sentencia, que ante el silencio de las partes, resultaría aplicable la ley, sin necesidad de acudir a la cuestión de los principios configuradores. Parecería que el TS acude a esta línea argumental para evitar los problemas de prescripción de las acciones.

En aplicación de la regla del *implicit contracting*, no se trataría, como afirma la STS de una violación del orden público sino de un incumplimiento contractual en perjuicio de la minoría. Es decir, de haberse pactado expresamente, las partes hubieran establecido la obligación de convocatoria previa como norma de validez de las decisiones adoptadas por la junta.

⁹⁴⁸ Sin perjuicio de su obligada mención, debe advertirse que escapa al objeto del presente trabajo el análisis minucioso del concepto de orden público, sobre el que mucho se ha discutido en la doctrina y jurisprudencia española a la que corresponde remitirse. Sobre el concepto de orden público como límite a la libertad contractual véase el clásico trabajo de DE CASTRO, F., “Notas sobre las limitaciones intrínsecas de la autonomía de la voluntad”, cit., pp. 1014 y ss., quien, como premisa de su estudio, se preguntaba si sería contrario al orden público el contrato en el que un empresario aprovechando su posición dominante o

cláusula de contenido indeterminado y de reconocida difícil definición⁹⁴⁹, se produciría la conexión del Derecho privado con el Derecho constitucional⁹⁵⁰, lo cual legitimaría la limitación de la libertad empresarial inherente a toda persona por el sólo hecho de serlo⁹⁵¹.

El orden público, llevaría, en efecto, a invalidar los pactos contractuales que impliquen el incumplimiento o violación de algún precepto constitucional, considerados, en general, jerárquicamente superiores a las demás normas jurídicas (legales o contractuales) ante eventuales conflictos normativos⁹⁵². Al mismo tiempo, el orden constitucional serviría como criterio objetivo para identificar el uso abusivo de la cláusula de orden público como adjetivación retórica para enfatizar el carácter imperativo de determinadas normas legales⁹⁵³, cuando, en realidad, las mismas sólo deberían ser consideradas imperativas en la medida en que

de superioridad, tal como ocurriría en el caso administrador-sociedad, impone condiciones contractuales abusivas.

En el ámbito societario, véase el reciente trabajo de MARTÍNEZ PÉREZ-ESPINOSA, A, “Junta Universal contraria al orden público...”, cit., pp. 434 y ss., donde se citan los trabajos más relevantes en torno a la cuestión.

⁹⁴⁹ Cfr.: DORAL GARCÍA, J.A., *La noción de orden público en el Derecho civil español*, EUNSA, Pamplona, 1967, p. 139, considerando el carácter dinámico del concepto llegan a concluir que la noción de orden público resistiría todo intento definidor que tienda a cristalizarla.

⁹⁵⁰ Cfr.: DE BARTOLOMÉ CENZANO, J.C., *El orden público como límite al ejercicio de los derechos y libertades*, Centro de estudios políticos y constitucionales, Madrid, 2002, pp. 272 y ss., quien advierte que la cláusula de orden público actuaría como límite de la costumbre (art. 1.3 CC), como condición de aplicabilidad de la ley extranjera en España (art. 12.3 CC) y como límite a la autonomía de la voluntad (art. 1255 CC).

Con relación al orden público como límite de la costumbre, propone identificar – coincidiendo con Díez-PICAZO, L., *Comentario del Código Civil*, tomo I, cit., p. 8- aquel concepto con el de orden constitucional.

⁹⁵¹ Cfr.: STS de 4 de marzo de 2002 concibe al orden público sobre la base de los “derechos fundamentales reconocidos por la Constitución y en los principios básicos del orden social en su vertiente económica”.

⁹⁵² La ley y el contrato, en cambio, en el sentido que reconoce expresamente en el art. 1091 CC, gozarían de semejante rango normativo.

⁹⁵³ Cfr.: DE CASTRO, F., “Notas sobre las limitaciones intrínsecas de la autonomía de la voluntad”, cit., pp. 1032 y ss.; BARTOLOMÉ CENZANO, J.C., *El orden público como límite...*, cit., p. 282.

su incumplimiento implique, al mismo tiempo, la inobservancia de algún precepto constitucional (derechos individuales, intereses generales de la sociedad, bien común).

El concepto de orden público, como límite del contenido de los pactos contractuales (art. 1255 CC), se referiría esencialmente a los pilares de la organización general de la comunidad social considerados indisponibles e integrados en la constitución: la dignidad humana, las libertades básicas, la igualdad entre las personas, etc.⁹⁵⁴. En consecuencia, la disponibilidad general de los deberes fiduciarios de segundo grado legalmente establecidos, sólo podría limitarse en cuanto la misma implique un perjuicio de alguno de dichas instituciones constitucionales básicas, las que no pueden resultar menoscabadas por acuerdos individuales. En tales casos, aunque interviniera el sujeto interesado –beneficiario legal-, en cuanto los derechos constitucionales básicos serían irrenunciables, los pactos contractuales que pretendieran disponer de los mismos no serían eficaces. Sin embargo, tal circunstancia no parecería ocurrir respecto de la disponibilidad de ninguno de los preceptos legales que establecen, en España, los deberes fiduciarios secundarios (arts. 227 y ss. LSC), por lo que debería concluirse que tales reglas pueden ser renunciadas por explícito pacto contractual, no implicando ello una contravención del orden público (art. 6.2 CC).

⁹⁵⁴ Véase: Díez-PICAZO, L., *Comentario del Código Civil*, tomo I, cit., p. 8; BARTOLOMÉ CENZANO, J.C., *El orden público como límite...*, cit., p. 282.

CAPÍTULO IV
EVALUACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD POR
INCUMPLIMIENTO DE LOS DEBERES FIDUCIARIOS: LA
ACCIÓN SOCIAL DE RESPONSABILIDAD CONTRA LOS
ADMINISTRADORES

1. PLANTEAMIENTO

1.1. Delimitación del análisis

Una vez analizada la naturaleza de los deberes fiduciarios como herramienta jurídica en manos de las sociedades de capital para estructurar mecanismos tendentes a reducir al mínimo las posibilidades de actuaciones de los administradores separadas de sus obligaciones contractuales de contenido amplio o indeterminado (diligencia y lealtad), corresponde hacer referencia a los instrumentos procesales legalmente previstos para el caso de que dichos deberes fiduciarios generales, implícitamente comprendidos en todo contrato de administración societaria o los denominados deberes fiduciarios de segundo grado (explícita o implícitamente pactados, o explícitamente descartados contractualmente, en los términos señalados en el apartado anterior del presente trabajo), fueran incumplidos por los administradores en el desempeño de sus funciones.

Se tratará, pues, de analizar los diferentes aspectos jurídico-procesales de la acción social de responsabilidad (arts. 236 y ss. LSC), que constituye el instrumento procesal legalmente previsto para exigir la reparación del daño ocasionado por el incumplimiento de los deberes fiduciarios. Deberá, además, hacerse referencia a la denominada acción individual de responsabilidad (art. 241 LSC), en la medida en que, como se verá, un sector de la doctrina societaria española ha entendido que el resarcimiento del daño provocado por el incumplimiento de los deberes fiduciarios también podría reclamarse a través de dicha acción. Sin embargo, no serán objeto de estudio las demás acciones previstas en la ley y/o analizadas por la doctrina por incumplimiento de otras obligaciones ajenas a los deberes

fiduciarios derivados de la relación contractual que los vincula con la sociedad⁹⁵⁵.

La acción social, en efecto, se dirige a resarcir los perjuicios ocasionados al interés social. Sin la lesión del interés social, la acción social de responsabilidad pierde su fundamento⁹⁵⁶. Y dicha lesión al interés social se produce, en general, a través de actuaciones negligentes y/o desleales del administrador.

Asimismo, hay que conectar el mencionado régimen de responsabilidad por incumplimiento de los deberes fiduciarios con la posición adoptada, por un lado, en el debate en torno al interés social (*for whom are corporate managers fiduciaries*); y, por otro, en la discusión en torno a la naturaleza jurídica de los deberes fiduciarios y la posibilidad de disponer contractualmente de los mismos (*opt out*), distinguiendo, oportunamente, las soluciones jurídicas de *lege data* de las que solamente podrían ser asumidas tras una reforma legislativa del régimen de responsabilidad (*lege ferenda*).

⁹⁵⁵ Cfr.: ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, cit., pp. 14 y ss., quien diferencia este régimen de otros también establecidos en la legislación como el de la responsabilidad de los administradores por no disolución de la sociedad, el penal, el tributario, el laboral o el administrativo, remitiéndose, en lo que a dichos ámbitos respecta, a los estudios publicados en (Dir.) ROJO, A. y BELTRÁN, E., *La responsabilidad de los administradores de sociedades mercantiles*, cit.

Con relación, específicamente, a la responsabilidad de los administradores por no disolución de la sociedad, sin embargo, corresponde señalar que, recientemente, el Tribunal Supremo la ha vinculado a los deberes fiduciarios (STS de 19 de mayo de 2011 [RJ 2011, 3980]) al señalar que los administradores habrían conocido la concurrencia de la causa de disolución, de haber ajustado su comportamiento “al de un ordenado empresario –entre cuyos deberes figura el de informarse diligentemente sobre la marcha de la sociedad, según el art. 127 LSA aplicable en la fecha en que se produjeron los hechos y el art. 225.2 LSC”.

⁹⁵⁶ Cfr.: SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La acción social de responsabilidad (Algunas cuestiones pendientes)”, en *RDM*, nº, 281, 2011, p. 101, quien inmediatamente agrega que el principal criterio para determinar la ilicitud de la actuación de los administradores sería la evaluación de cumplimiento de los deberes fiduciarios (arts. 225 y ss. LSC).

1.2. Marco normativo

El régimen legal español de responsabilidad de los administradores de sociedades de capital se encuentra establecido en los arts. 236 a 241 LSC y se ocupa solamente de establecer los presupuestos sustantivos y procesales específicos de las acciones judiciales ejercitables frente a los administradores por los daños y perjuicios ocasionados en el desarrollo de sus funciones⁹⁵⁷, remitiéndose, en lo no explícitamente regulado, al régimen general de responsabilidad civil previsto en el CC.

Sin perjuicio de la novedosa organización normativa introducida por la LSC del año 2010 -mediante la creación de un capítulo independiente dedicado exclusivamente a la responsabilidad de los administradores-, la regulación de la cuestión, salvo algún cambio puntual de redacción, es similar al previsto en la anterior LSA vigente desde las significativas modificaciones introducidas por la Ley de Transparencia, nº 26/2003, aplicable, desde la promulgación de la LSC, tanto a las sociedades anónimas como a las de responsabilidad limitada.

La legislación establece, de acuerdo con lo advertido por la doctrina ampliamente mayoritaria, un régimen de responsabilidad subjetivo o por culpa⁹⁵⁸, por incumplimiento de los deberes inherentes al cargo de administrador. Insta una acción judicial específica (la acción social de responsabilidad –arts. 236 a 240 LSC-) con características distintas a las acciones previstas en el régimen general de responsabilidad civil, así como la denominada “acción individual de responsabilidad” (art. 241 LSC), cuya

⁹⁵⁷ Cfr.: ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, cit., p. 13.

⁹⁵⁸ Al respecto, véase el reciente comentario de QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La responsabilidad de los administradores”, en (Dir.) ROJO, A. y Beltrán, E., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, tomo I, Civitas, Pamplona, 2011, p. 1691 y en relación al régimen previsto en la LSA pero aplicable al vigente, el trabajo de GARCÍA VILLAVERDE, R., “Exoneración de la responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima y la sociedad de responsabilidad limitada por falta de culpa (art. 133.2 LSA)”, en AA.VV., *Derecho de sociedades. Libro homenaje al profesor Sánchez Calero*, tomo II, cit., pp. 1462 y ss.

Asimismo, el carácter subjetivo de la responsabilidad de los administradores ha sido reconocida por el Tribunal Supremo en STS de 28 de mayo de 2005 [RJ 2005, 5755].

naturaleza jurídica de acción judicial independiente ha sido discutida en la doctrina⁹⁵⁹. En efecto, el resultado de dicho debate determinará la oportunidad de la aplicación de la misma al régimen de responsabilidad por incumplimiento de los deberes fiduciarios, objeto del presente análisis.

⁹⁵⁹ Sin perjuicio de que posteriormente se abordará la cuestión, sobre la naturaleza jurídica de la acción individual de responsabilidad, véase la contraposición de las ideas de ESTEBAN VELASCO, G., “La acción individual de responsabilidad”, en (Dir.) ROJO, A. y BELTRÁN, E., *La responsabilidad de los administradores de sociedades mercantiles*, cit., pp. 169 y ss., y de ALFARO ÁGUILA-REAL, J. “La llamada acción individual de responsabilidad "externa" de los administradores sociales”, en *InDret*, nº 1/2007. Para ALFARO, el art. 241 LSC sería simplemente una norma declarativa o de remisión al régimen general de responsabilidad civil. La denominada acción individual correspondería cuando resultan aplicables las reglas generales de responsabilidad civil. Cuando el administrador incumple sus deberes de diligencia y lealtad como administrador, respondería solamente frente a la sociedad (acción social de responsabilidad), no frente a terceros, a quienes no debe dichos deberes fiduciarios. ESTEBAN VELASCO, en cambio, sostiene que el incumplimiento de los deberes fiduciarios sí sería un hecho relevante para resolver si el administrador debe responder directamente frente a terceros (art. 241 LSC).

2. LA ACCIÓN SOCIAL DE RESPONSABILIDAD COMO INSTRUMENTO PREVISTO PARA LA EXIGENCIA DE RESPONSABILIDAD POR INCUMPLIMIENTO DE LOS DEBERES FIDUCIARIOS

2.1. Naturaleza y objetivos de la acción

2.1.1. Función resarcitoria

De acuerdo con la doctrina mayoritaria, corresponde entablar la acción social de responsabilidad (arts. 236 a 240 LSC) cuando la actuación del administrador ocasiona un daño al patrimonio de la sociedad⁹⁶⁰. Es decir, su objetivo sería proteger el interés de la sociedad y, sólo indirectamente, el interés de los socios y terceros. El fundamento de la acción social sería, entonces, el incumplimiento del deber de administrar y su objetivo, lograr la reparación del daño ocasionado como consecuencia de dicho incumplimiento.

En otros términos, la acción social tendría, en primer lugar, una función resarcitoria de los daños ocasionados por el administrador. Además, y sin perjuicio de ella, tendría también una función preventiva, de control de la actuación de los administradores⁹⁶¹, de incentivar actuaciones ajustadas a Derecho a través de la “amenaza” de responsabilidad. Su propósito sería cohibir la actuación antijurídica del administrador, evitándose así los significativos costes de agencia en los que, de otro modo, debería incurrirse para alinear los intereses del administrador (agente) con los intereses de la sociedad (principal).

⁹⁶⁰ Una síntesis de la doctrina mayoritaria acerca de la naturaleza jurídica de la acción social de responsabilidad puede encontrarse en el recientemente actualizado trabajo de LARA, R., “La acción social de responsabilidad: ejercicio por la sociedad”, en (Dir.) ROJO, A. y BELTRÁN, E., *La responsabilidad de los administradores...*, cit., pp. 95 y ss., quien considera que el parámetro de distinción entre las acciones legales sería el del patrimonio dañado. Asimismo, véase el reciente trabajo de RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. y MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “La acción social de responsabilidad”, en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital*, La Ley, Madrid, 2011, pp. 153 y ss.

⁹⁶¹ ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, cit., p. 24.

Un sector de la doctrina, de corte institucionalista, considera que la mencionada función del régimen legal también casaría bien con la noción de empresa como centro de varios intereses y con la idea de la trascendencia social de la sociedad de capital. El régimen legal, desde esta perspectiva, tendería a convertirse en un mecanismo equilibrado de protección de los diferentes intereses presentes en la empresa, en un instrumento dirigido, *a priori*, a disuadir al administrador de actuar lesivamente y, *a posteriori*, a controlar el cumplimiento de la ley y a procurar la eventual reparación del daño causado por la actuación ilícita⁹⁶². Se ha afirmado también que la legislación que regula la responsabilidad del administrador tendría, por un lado, una función moralizadora de su conducta, necesaria en la medida en que tiene encomendada la compleja tarea de gestionar un patrimonio ajeno cuya administración se le otorga en confianza; y, por otro lado, de incentivo para la mejora de la formación técnico-profesional de los administradores⁹⁶³.

2.1.2. *Carácter contractual y orgánico de la acción social de responsabilidad*

Un sector de la doctrina sostiene que, considerando el carácter contractual y orgánico de la relación administrador-sociedad, la naturaleza de la acción social de responsabilidad debe ser considerada también, a la vez, contractual y orgánica⁹⁶⁴. Por su parte, la interpretación contractualista del régimen legal sostiene que el contenido de la legislación debe responder a lo que hubieran pactado las partes (sociedad y administrador) en un escenario sin costes de transacción (*implicit contracting*). Se trataría, pues, de un caso especial de responsabilidad contractual⁹⁶⁵, cuyos términos se encuentran previstos legalmente a los solos efectos de facilitar las relaciones contractuales entre los administradores y las sociedades de capital.

⁹⁶² *Ibidem*, p. 24 y ss.

⁹⁶³ *Ibidem*, p. 26 y ss.

⁹⁶⁴ Cfr.: POLO SÁNCHEZ, E., *Los administradores...*, cit. pp. 51 y ss.; ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, cit., p. 94.

⁹⁶⁵ Por todos, véase, ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Recensión a Ángel Rojo y Emilio Beltrán...”, cit., p. 5.

Desde la perspectiva contractual-dinámica adoptada en el presente trabajo, puede afirmarse que la acción social de responsabilidad por incumplimiento de los deberes fiduciarios tiene, en todo caso, una naturaleza contractual, puesto que está dirigida a resarcir el daño ocasionado por la actuación negligente o desleal del administrador que incumple los deberes inherentes a su cargo (art. 236.1 *in fine* LSC), derivados del principio de buena fe contractual. En este sentido, constituiría una especie dentro del género de las acciones de responsabilidad contractual. Los administradores incurrirán en responsabilidad frente a la sociedad (arts. 236 a 240 LSC) por incumplir su contrato de administración al actuar, en el ejercicio de sus funciones, sin observar los deberes inherentes a dicho contrato, de diligencia y/o lealtad –arts. 225 y 226 LSC- (*standards*), concretados, a su vez, en los deberes de segundo grado (*rules*), legal –arts. 227 a 232 LSC- y/o contractualmente previstos⁹⁶⁶.

En definitiva, se trataría de una acción de responsabilidad por daño a la sociedad, al interés social, por incumplimiento contractual. Sin embargo, la responsabilidad de los administradores obligados a velar diligente y lealmente por el interés social no estaría referida a un contrato originario solamente (entre los administradores y los accionistas)⁹⁶⁷, sino a la red de contratos dinámica (*nexus of contracts*) en continuo proceso de cambio y delicado equilibrio en manos del administrador, que conforma lo que podría considerarse una organización societaria y, como consecuencia, el interés social, *for whom directors are fiduciaries*. Sólo en tal sentido podría afirmarse que la responsabilidad del administrador no sería solamente contractual sino también orgánica, en cuanto que estaría referida al administrador como miembro del órgano de administración de una organización dirigida a perseguir un interés social concreto, independiente, resultado de una red dinámica de contratos entre los diferentes *stakeholders* presentes en la empresa-sociedad.

⁹⁶⁶ Como advierte, DÍAZ ECHEGARAY, J.L., *Deberes y responsabilidad de los administradores...*, cit., p. 202, el régimen de responsabilidad sería la consecuencia lógica de los deberes que a estos le vienen impuestos. Si el incumplimiento de los deberes fiduciarios genera un daño a la sociedad, entonces, deben responder.

⁹⁶⁷ Como parece ser la posición de ALFARO quien vincula la idea de interés social con el interés exclusivo de los socios capitalistas.

2.1.3. Diferenciación de la naturaleza jurídica de la denominada “acción individual de responsabilidad” (art. 241 LSC)

Sin perjuicio de lo establecido en la rúbrica del art. 241 LSC (“acción individual de responsabilidad”), dicha norma legal dispone textualmente que “quedan a salvo las acciones de indemnización que puedan corresponder a los socios y a los terceros por actos de administradores que lesionen directamente los intereses de aquellos”. Ciertamente, la norma trascrita no establece características particulares de la supuesta “acción individual de responsabilidad”, haciendo compleja la interpretación acerca de su naturaleza jurídica⁹⁶⁸. Como se ha advertido anteriormente, la doctrina y la jurisprudencia han discutido sobre este extremo⁹⁶⁹. En efecto, se ha sostenido la naturaleza contractual⁹⁷⁰, extracontractual⁹⁷¹, orgánica⁹⁷² y mixta⁹⁷³ de la responsabilidad exigible a través de la acción prevista en el art. 241 LSC.

La relevancia de la discusión en torno a la naturaleza jurídica de la denominada legalmente “acción individual de responsabilidad” estriba en que, si realmente estamos ante una acción resarcitoria independiente, ulteriormente habrá de discutirse su régimen jurídico. Al respecto, una de

⁹⁶⁸ Por todos, véase: MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad...*, cit.; ESTEBAN VELASCO, G., “La acción individual de responsabilidad”, cit., pp. 169 y ss.; ALFARO ÁGUILA-REAL, J. “La llamada acción individual de responsabilidad “externa”...”, cit.

⁹⁶⁹ Acerca del desarrollo de dicho debate y del régimen legal aplicable, véase: DÍAZ ECHEGARAY, J.L., *Deberes y responsabilidad de los administradores...*, cit., pp. 352 y ss.

⁹⁷⁰ Cfr.: LLEBOT MAJÓ, J.O., “El sistema de responsabilidad de los administradores: Doctrina y jurisprudencia”, en *RdS*, nº 7, 1996, p. 51.

⁹⁷¹ Cfr.: ESTEBAN VELASCO, G., “Algunas reflexiones sobre la responsabilidad de los administradores frente a los socios y terceros: acción individual y acción por no promoción o remoción de la disolución”, en *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, tomo II, Civitas, Madrid, 1996, pp. 1687 y ss.

⁹⁷² Así: MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual...*, cit., pp. 134 y ss.

⁹⁷³ La acción podría tener un origen contractual o extracontractual dependiendo de qué sujetos la ejerciten. Así: POLO SÁNCHEZ, E., *Los administradores...*, cit., p. 375; SÁNCHEZ CALERO, F., *Administradores...*, cit., pp. 330 y ss.

las posibilidades existentes y reconocidas en la doctrina⁹⁷⁴, es la de aplicarle los arts. 236 y ss. LSC⁹⁷⁵ y, en consecuencia, las normas referidas a los deberes fiduciarios (art. 225 y ss. LSC). Si, por el contrario, se entiende que el art. 241 LSC es, simplemente, una norma de remisión al régimen general de responsabilidad civil, no se plantearía la discusión relativa al régimen aplicable.

El Tribunal Supremo ha señalado recientemente que para que pueda ejercitarse la denominada acción individual de responsabilidad deberían concurrir los siguientes requisitos: i) daño a socios o acreedores, consistente en una lesión directa de su patrimonio –no alcanzaría con probar la insolvencia de la sociedad-; ii) actos u omisiones; iii) relación de causalidad entre actuación y daño⁹⁷⁶. No obstante, matiza seguidamente el Alto Tribunal que, mientras la acción social tendría por objeto restablecer el patrimonio social, la acción individual se dirige a reparar el patrimonio de socios o terceros. En tal sentido, cualquier persona tendría legitimación para su ejercicio⁹⁷⁷.

Por su parte, en la doctrina pueden distinguirse dos criterios diversos de interpretación de la norma establecida en el art. 241 LSC:

⁹⁷⁴ Así, por ejemplo, ESTEBAN VELASCO, G., “La acción individual de responsabilidad”, cit., pp. 169 y ss.

⁹⁷⁵ Así, por ejemplo, la STS de 14 de febrero de 2010 [RJ 2010, 9151], ha señalado que la regla de solidaridad establecida actualmente en el art. 237 LSC sería también aplicable a la acción individual de responsabilidad.

⁹⁷⁶ Cfr.: STS de 14 de marzo de 2007 [RJ 2007, 1793]. En el mismo sentido se pronuncia la STS de 4 de noviembre de 2010 [RJ 2010, 8868], aunque aclara que es preciso que la acción u omisión se desarrolle por el administrador en concepto de administrador y que se ocasione un daño directo a quien demanda.

⁹⁷⁷ Al respecto, la doctrina ha coincidido en señalar que cuando la ley se refiere a terceros debe entenderse en sentido amplio (así, por ejemplo: HURTADO COBLES, J., *La responsabilidad de los administradores societarios en el ámbito civil y social*, Atelier, Barcelona, 1998, p. 29), siempre que el sujeto sea titular de un crédito vencido, líquido y exigible.

i) *Criterio de delimitación de las acciones de responsabilidad en función del patrimonio dañado por el administrador*

Para la doctrina mayoritaria la clave de la distinción entre una y otra acción está en el patrimonio dañado⁹⁷⁸. Los presupuestos para el ejercicio de las acciones sociales e individuales de responsabilidad serían los mismos⁹⁷⁹. La acción social tendría origen en la relación contractual-orgánica entre la sociedad y el administrador, mientras que el fundamento de la acción individual sería de naturaleza extracontractual, aplicable a las relaciones jurídicas entre el administrador y los diferentes sujetos legitimados, por el daño directo ocasionado derivado de la actuación lesiva del administrador⁹⁸⁰.

Así, la acción social de responsabilidad procede, desde esta perspectiva, cuando ha resultado dañado el patrimonio de la sociedad e, indirectamente, el de los demás legitimados para ejercitarla (arts. 238 a 240 LSC). En cambio, la acción individual de responsabilidad se refiere a aquella situación en la que los socios o terceros son dañados directamente por la actuación del administrador (art. 241 LSC)⁹⁸¹.

⁹⁷⁸ Así, por todos, véase LARA, R., “La acción social...”, p. 95 y ss., quien hace una presentación de las tendencias doctrinales más recientes al respecto.

⁹⁷⁹ Cfr.: ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, cit., p. 52; SÁNCHEZ CALERO, F., *Comentario a la ley de sociedades anónimas*, cit., p. 302; MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad...*, cit., pp. 149 y ss.

⁹⁸⁰ Al respecto, véase: MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad...*, cit., pp. 122 y ss.; ESTEBAN VELASCO, G., “Algunas reflexiones...”, cit., pp. 62 y ss.; POLO SÁNCHEZ, E., “Los administradores y el consejo de administración...”, cit., p., pp. 322 y ss.

⁹⁸¹ Véase: SAP Asturias, de 31 de marzo de 2003 y SAP Alicante de 20 de marzo de 2002, citadas por MARTÍN DEL PESO, R., “La responsabilidad de los administradores. Algunos problemas jurisprudenciales”, en AA.VV., *Responsabilidad de los administradores de sociedades de capital*, Editores El Derecho, Madrid, 2007, pp. 128 y ss.

Sin perjuicio del criterio general expuesto, la jurisprudencia ha admitido recientemente, que los administradores respondan directamente (art. 241), de forma excepcional, aún en caso de daños indirectos mediante vaciamiento del patrimonio de la sociedad. Así, la STS de 4 de noviembre de 2010 [RJ 2010, 8868], establece que “en supuestos extraordinarios como el que nos ocupa, en el que no se ha impugnado la conclusión de la sentencia recurrida de existencia de daño y en el que la sociedad ha desaparecido de hecho y la actuación de los administradores desde la perspectiva civil merece el más severo reproche, hay base para

En este sentido, se ha sostenido que el ámbito de aplicación de la acción individual de responsabilidad se definiría por exclusión. Es decir, alcanzaría a todos aquellos actos lesivos de los administradores que no dañan el patrimonio social sino el de terceros⁹⁸². El criterio general para distinguir ambas acciones, según esta doctrina, sería entonces, el del patrimonio afectado⁹⁸³. En efecto, según ESTEBAN VELASCO, para comprender el régimen legal de las acciones de responsabilidad, la clave sería tener en cuenta que los terceros no pueden exigir responsabilidad mediante la acción individual, cuando el daño se ha producido a la sociedad⁹⁸⁴. El presupuesto para el ejercicio de la acción sería la existencia de una “lesión directa” imputable al administrador, no a la sociedad. Sin embargo, el reconocimiento de tal extremo nada concluye respecto a la naturaleza jurídica de la institución prevista en el art. 241 LSC. Además, podría suceder que un administrador ocasione daños a la sociedad y a los terceros de forma paralela e independiente, pudiendo ser demandado por incumplimiento contractual en su relación con la sociedad (acción social) y por responsabilidad extracontractual en su relación con socios o terceros (acción individual), que no sería otra acción que la prevista en los arts. 1902 y ss. CC.

A los efectos de delimitar el ámbito de aplicación de la acción individual, un sector de la mencionada doctrina ha sostenido que, para que

entender que entre la lesión [...] y la actuación de los administradores existe relación directa que no quiebra por el hecho de que también dañe a los intereses de la sociedad desaparecida”.

⁹⁸² Este es el criterio mayoritario de la doctrina española (véase, por todos, la síntesis expuesta por ESTEBAN VELASCO, G., “La acción individual de responsabilidad”, cit., p. 170), recogido por la jurisprudencia (véase, entre otras: SSTS de 22 de marzo de 2006 [RJ 2006, 4896]; de 14 de marzo de 2007 [RJ 2007, 1793]; de 27 de noviembre de 2008 [RJ 2008, 6323]).

Véase también: HERNÁNDEZ MARTÍN, V. y VILLORIA RIVERA, Í., *La responsabilidad civil de los administradores de sociedades*, Tecnos, Madrid, 1999, p. 17, quienes citan, entre otros, el criterio expuesto en la SAP Cantabria de 28 de febrero de 1996).

⁹⁸³ Véase: STS de 29 de diciembre de 2000 [RJ 2001, 354], donde se afirma que lo que caracterizaría a la acción social sería que el daño se ocasiona a la sociedad, lo que serviría para distinguirla de la acción individual, en la que el daño se ocasiona al individuo.

⁹⁸⁴ ESTEBAN VELASCO, G., “La acción individual de responsabilidad”, cit., p. 170.

responda el administrador, el acto lesivo debería quedar fuera del ámbito de su actividad de representación de la sociedad⁹⁸⁵. Sin embargo, se ha advertido que dicho criterio sería de difícil aplicación práctica y que, en todo caso, debería partirse de la actuación del administrador en el ejercicio del cargo⁹⁸⁶, ya que, en otro caso, el art. 241 LSC no tendría razón de ser alguna.

Por otro lado, se ha afirmado que el art. 241 LSC se refiere a la responsabilidad por los actos realizados en el ejercicio de la función de administrar, siendo su “campo de aplicación más propio” el de la responsabilidad extracontractual. Desde esta interpretación, la ley plasma “una aplicación concreta -independiente- de la responsabilidad extracontractual genérica del art. 1902 CC”⁹⁸⁷, que se añade a la responsabilidad de la sociedad⁹⁸⁸, contractual o extracontractual, dependiendo de cada caso concreto. Su régimen jurídico, a su vez, también sería específico en la medida en que se remite a las normas recogidas en la legislación societaria y, supletoriamente, a las normas generales de responsabilidad civil. En definitiva, para esta interpretación de la ley, la acción individual goza de las mismas características específicas que la acción social (inversión de la carga de la prueba, presunción de culpa colectiva, plazo de prescripción)⁹⁸⁹.

⁹⁸⁵ Cfr.: POLO SÁNCHEZ, E., “Los administradores y el consejo de administración...”, cit., p. 375.

⁹⁸⁶ Cfr.: ESTEBAN VELASCO, G., “La acción individual de responsabilidad”, cit., p. 174, así como una extensa referencia de autores y jurisprudencia citados por el autor.

⁹⁸⁷ *Ibidem*, pp. 175-176.

⁹⁸⁸ En este sentido, recientemente, SALDAÑA VILLOLDO, B., *La acción individual de responsabilidad*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2009, pp. 182 y ss., y especialmente, pp. 208 y ss., donde se afirma que la acción individual debería ser encuadrada como una acción propia del Derecho de sociedades, conclusión que estaría fundada en la jurisprudencia del Tribunal Supremo y en cuatro argumentos principales: i) redacción y ubicación sistemática del art. 241 LSC (antiguo art. 135 LSA); ii) alcance de la responsabilidad orgánica; iii) compatibilidad y no exclusión entre el art. 241 LSC y el 1902 CC; iv) conveniencia de canon específico en la materia.

⁹⁸⁹ Cfr.: SÁNCHEZ CALERO, F., *Administradores...*, cit., p. 334; ARROYO MARTÍNEZ, I., “La responsabilidad de los administradores en la sociedad de responsabilidad limitada (comentario al artículo 69 LSRL)”, en AA.VV., *Estudios de Derecho mercantil. Homenaje*

ii) *El art. 241 LSC como norma de remisión al régimen general de responsabilidad civil*

Otro sector de la doctrina, representado, fundamentalmente, por ALFARO ÁGUILA-REAL, sostiene que el criterio del “patrimonio dañado” como elemento de distinción de las acciones judiciales previstas en la legislación societaria, no captaría el núcleo de la diferencia. Para este autor, la acción social constituye una especie dentro del género de responsabilidad contractual (arts. 1107-1108 CC), mientras que la acción individual no sería una acción propiamente, sino una simple remisión a las reglas generales prevista en el art. 1902 CC. Es decir, el art. 241 LSC vendría a recordar que sin perjuicio de su sujeción a la responsabilidad contractual, los administradores están también sujetos a las reglas generales de responsabilidad civil⁹⁹⁰.

Desde esta perspectiva, ciertamente más cercana a los criterios de interpretación adoptados en el presente trabajo, el art. 241 LSC (antiguo 135 LSA) constituye sencillamente una norma declarativa, que no impone una responsabilidad específica a los administradores⁹⁹¹. Simplemente aclara que el hecho de que la legislación societaria establezca un régimen específico para que los administradores respondan ante la sociedad (acción social) no implica la derogación de norma alguna para que respondan de acuerdo al régimen general de responsabilidad⁹⁹². En efecto, tanto la redacción anterior

al profesor Justino F. Duque, vol. I, Lex Nova, Valladolid, 1998, pp. 163 y ss.; ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, cit., p. 134.

⁹⁹⁰ Cfr.: ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Recensión a Ángel Rojo y Emilio Beltrán...”, cit., p. 4.

⁹⁹¹ En este sentido: ALFARO ÁGUILA REAL, J., “Recensión a Ángel Rojo y Emilio Beltrán...”, cit.

Véase también: URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Curso de Derecho Mercantil*, tomo I, Civitas, Madrid, 1999, p. 986, quienes citan abundante jurisprudencia del Tribunal Supremo en la que se resuelven casos de responsabilidad directa de los administradores ante socios o terceros.

⁹⁹² Cfr.: ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “La llamada acción individual de responsabilidad o responsabilidad “externa” de los administradores sociales”, en *InDret*, nº 1/2007, p. 4. La legislación societaria se ocuparía solamente de regular la acción social, remitiéndose en lo demás a la legislación civil general.

de la norma, que empezaba advirtiendo que “no obstante lo dispuesto en los artículos precedentes” (art. 135 LSA), como la actual “quedan a salvo las acciones” (art. 241 LSC), ponen de manifiesto la intención de remisión del legislador de la norma bajo análisis.

En tal sentido, dado que la norma es solamente declarativa o remisiva, no alcanza con remitirse al art. 241 LSC para fundamentar la acción directa contra el administrador, sino que se requiere acreditar los requisitos exigidos en el ámbito general de la responsabilidad civil (arts. 1902 y ss. CC)⁹⁹³. Es decir, fundamentar por qué, además de la sociedad, deberían responder también los administradores. Por lo demás, el incumplimiento de los deberes fiduciarios no resulta relevante para determinar la responsabilidad directa de los administradores frente a terceros. Dichos deberes surgen del contrato administrador-sociedad, por lo que se deben solamente a ella, a su interés social. Para que responda el administrador frente al tercero se requiere que incumpla algún deber que tuviera frente a éste⁹⁹⁴.

Así, en el ámbito extracontractual, el administrador que, en el ejercicio de sus funciones, daña a un tercero estaría incumpliendo el deber general de no hacer daño a otro (*neminem laedere*); deber que obliga, en todo caso, al que actúa, con independencia y sin perjuicio de que estuviera ejerciendo sus funciones como administrador. La cuestión se reduce a determinar si el administrador causa el daño directamente (es decir, se excluirían los casos de daño mediato o indirecto)⁹⁹⁵ y, posteriormente, a establecer si actuó representando a la sociedad, en cuyo caso también deberá responder la persona jurídica⁹⁹⁶. Sin embargo, no resulta relevante en este caso el

⁹⁹³ ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “La llamada acción individual...”, pp. 5-6.

⁹⁹⁴ *Ibidem*, p. 7.

⁹⁹⁵ *Ibidem*, p. 10. Sobre la necesidad del carácter “directo” del daño, véase: STS de 27 de noviembre de 2008 [RJ 2008, 6323]; STS de 23 de octubre de 2009 [RJ 2009, 7272]; STS de 1 de junio de 2010 [RJ 2010, 2663].

⁹⁹⁶ ALFARO comenta el caso resuelto por la STS de 22 de enero de 2004 [RJ 2004, 207], en el que se condenó a la sociedad y a los administradores de la misma por los daños sufridos por un menor que accedió a una mina sin vigilancia y señales de peligro. Explica como la responsabilidad directa de los administradores puede ser admisible si se trata de una empresa minera pequeña en la que los administradores se ocupan de este tipo de cuestiones pero no en otras de gran tamaño, en las que los no se ocupan de las mismas.

cumplimiento de los deberes fiduciarios, en cuanto que éstos constituirían una manifestación del principio de buena fe específica del contrato administrador-sociedad, no aplicable a otras relaciones jurídicas contractuales y/o extracontractuales en las que se encuentre vinculado el administrador.

En el mismo sentido, también cabe la responsabilidad directa del administrador en el ámbito contractual. En principio, los administradores no responden por el incumplimiento de las obligaciones contractuales, en la medida en que se trata de contratos entre la sociedad y los terceros, reduciéndose la participación del administrador a la de representante de los intereses sociales en sus relaciones contractuales. La deudora es la sociedad, nunca el administrador. Sin embargo, en ciertos casos la conducta del administrador podría ocasionar directamente daños por los que debería responder (actuaciones dolosas dirigidas a perjudicar al contratante en la negociación, la provocación directa por el administrador del incumplimiento contractual, etc.)⁹⁹⁷. En tales supuestos, los administradores responderán extracontractualmente frente a los acreedores contractuales de la sociedad, en semejantes términos a los que responde cualquier tercero que interfiere en una relación contractual⁹⁹⁸.

En definitiva, la acción individual no deriva de una relación contractual o extracontractual preexistente con la sociedad, sino del “ejercicio ilícito o abusivo de su cargo por parte del administrador, que ha generado una lesión en el patrimonio del tercero”⁹⁹⁹. Se trataría de una actuación “directa” del administrador que lesiona el patrimonio de terceros¹⁰⁰⁰. Para su reparación, en coherencia con la interpretación a la que se adhiere el presente análisis, el Tribunal Supremo ha recalcado recientemente la aplicación de las normas de responsabilidad

⁹⁹⁷ ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “La llamada acción individual...”, pp. 14-15. Esta interpretación explicaría la admisión de la acumulación de la acción social con acciones directas contra los administradores por parte de los terceros perjudicados advertida por la jurisprudencia del Tribunal Supremo: STS de 22 de marzo de 2006 [RJ 2006, 4896].

⁹⁹⁸ ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “La llamada acción individual de responsabilidad contra los administradores sociales”, en *RdS*, nº 18, 2002, p. 76.

⁹⁹⁹ STS de 14 de marzo de 2008 [RJ 2008, 4463].

¹⁰⁰⁰ STS de 19 de abril de 2001 [RJ 2001, 6885].

extracontractual a las acciones judiciales directas frente a los administradores¹⁰⁰¹.

La “acción directa” reconocida en el art. 241 LSC abarca, entonces, todos aquellos supuestos en los que la actuación del administrador cause daños directamente a terceros en el ejercicio de sus funciones¹⁰⁰², ya sea en el marco de una relación contractual o extracontractual. Su régimen aplicable es el previsto para las acciones de responsabilidad civil extracontractual en los arts. 1902 CC, no resultando aplicables las especificidades previstas para la acción social de responsabilidad (art. 236 y ss. LSC). Esta opinión se ve respaldada por la reciente jurisprudencia del Tribunal Supremo, que ha advertido que del texto de la norma no se deriva la aplicación de la solidaridad, prevista en el ámbito de la acción social de responsabilidad (art. 237 LSC), cuando se ejerce la acción individual¹⁰⁰³. En consecuencia, a los efectos del presente análisis, la denominada acción individual de responsabilidad (art. 241 LSC) no constituye un instrumento adecuado para reclamar por la actuación negligente o dolosa (*fiduciary duties*), en los términos establecidos en los arts. 225 y ss. LSC.

2.2. Presupuestos de la acción social

La parte final del inciso 1 del art. 236 LSC, recoge los presupuestos necesarios para que los administradores sociales incurran en responsabilidad frente a la sociedad: i) generación de daño; ii) por actos u omisiones contrarios a la ley, los estatutos o los deberes fiduciarios “inherentes al desempeño del cargo”¹⁰⁰⁴.

¹⁰⁰¹ STS de 27 de noviembre de 2008 [RJ 2008, 6323].

¹⁰⁰² Así lo reconocen autores que sostienen el criterio anteriormente expuesto, como: ESTEBAN VELASCO, G., “Algunas reflexiones...”, cit., p. 1684 y ss.; ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, cit., p. 120; ALONSO UREBA, A., “Presupuestos de la responsabilidad...”, cit., p. 658; ALCALÁ DÍAZ, M.A., “Acción individual de responsabilidad frente a los administradores (STS de 21 de mayo de 1992, RJ 1992, 4274)”, en *RdS*, nº 1, 1993, p. 169.

¹⁰⁰³ Cfr.: STS de 14 de octubre de 2010 [RJ 2010, 8866].

¹⁰⁰⁴ Véase por todos: ALONSO UREBA, A., “Presupuestos de la responsabilidad...”, cit., pp. 639 y ss.

Al respecto, unánimemente se ha reconocido que la legislación societaria se remite a los elementos necesarios para la exigencia de responsabilidad civil establecidos en el art. 1902 CC, donde se consagran los presupuestos tradicionales (acto u omisión, nexo causal, daño, culpa)¹⁰⁰⁵. No resulta suficiente, entonces, la infracción de la ley o el incumplimiento de los deberes fiduciarios para la exigencia de responsabilidad del administrador, sino que, además, se requiere la prueba de la producción de daño, del nexo causal entre dicho daño y el incumplimiento del administrador, así como de, al menos, la culpa en la actuación del administrador demandado.

2.2.1. Actuación antijurídica

i) *Actos contrarios a la ley o los estatutos*

Considerando que los incumplimientos de la ley o los estatutos son relativamente más fáciles de constatar en la práctica, se ha señalado doctrinalmente que el establecimiento de este primer elemento para la determinación de la responsabilidad civil del administrador constituye una manifestación del “principio de mejora de la posición del perjudicado”, que inspiraría el modelo legal vigente¹⁰⁰⁶. Asimismo, se ha advertido que, cuando el art. 236.1 se refiere a actos u omisiones contrarios a la ley, estaría incluyendo a cualquier norma jurídica, de cualquier área del Derecho, que imponga pautas de conducta al administrador¹⁰⁰⁷. En el mismo sentido, la referencia legal a los estatutos sociales también ha sido interpretada de forma extensiva, abarcando todas aquellas normas de conducta de origen interno de la sociedad¹⁰⁰⁸.

Particular mención merece el incumplimiento de los códigos de buen gobierno corporativo que, como se advertía en apartados anteriores del

¹⁰⁰⁵ Véase: HERNÁNDEZ MARTÍN, V. y VILLORIA RIVERA, Í., *La responsabilidad civil de los administradores de sociedades*, cit., p. 11, quienes sintetizan la opinión de la doctrina al respecto.

¹⁰⁰⁶ Cfr.: ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, p. 57.

¹⁰⁰⁷ *Ibidem*, p. 58.

¹⁰⁰⁸ *Ibidem*, p. 60.

presente trabajo, han proliferado en los últimos años. En España, como en la mayor parte de los países europeos, el alcance del código de buen gobierno corporativo de referencia se encuentra determinado, para el caso de las sociedades cotizadas, por el principio “cumplir o explicar” por expresa disposición legal (actual art. 61 bis.4.g LMV), aunque resultaría aplicable a las demás sociedades de capital, siempre que estas optasen por adoptar voluntariamente dicho código de buen gobierno (en el caso español, el CUGC de 2006). En tales casos, si las sociedades no explican las razones de su inaplicación, el incumplimiento tendría consecuencias semejantes a la infracción de la ley o los estatutos (art. 236.1 LSC). Es decir, constituiría elemento suficiente para acreditar la actuación antijurídica del administrador.

ii) *Incumplimiento de los deberes fiduciarios*

El incumplimiento de los deberes fiduciarios como presupuesto de la acción social de responsabilidad (art. 236.1 *in fine* LSC) se verifica cuando los administradores actúen sin la diligencia de un ordenado empresario (art. 225 LSC) o sin la lealtad de un representante leal (art. 226 LSC) en el desarrollo de sus obligaciones contractuales con la sociedad (fidelidad al interés social); obligaciones fiduciarias generales e indeterminadas concretadas en las reglas (deberes fiduciarios de segundo grado) previstas en los arts. 227 y ss. LSC o explícitamente establecidas en el contrato administrador-sociedad. Abarcaría, en definitiva, todas aquellas actuaciones lesivas que, siéndolo, no impliquen el incumplimiento de leyes ni de los estatutos sociales, ya que, en tal hipótesis, bastaría con acreditar tales extremos. Se trataría, como se ha señalado anteriormente, de un criterio con contenido indeterminado *a priori*, solamente concretable *a posteriori*, caso por caso¹⁰⁰⁹.

En primer lugar, el administrador esta, en todo caso, obligado a actuar cumpliendo los estándares generales de diligencia (art. 225 LSC) y lealtad (art. 226 LSC); parámetros objetivos “inherentes al desempeño del cargo” y a la relación contractual administrador-sociedad como derivaciones específicas del principio de buena fe contractual. Sin perjuicio de su

¹⁰⁰⁹ Cfr.: ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, pp. 63-64.

generalidad, dichos deberes generales (estándares) son concretados por la legislación societaria (arts. 227 y ss. LSC) en deberes específicos de segundo grado derivados de los estándares generales. Además, la concreción más acabada de los deberes puede ser realizada a través de la normativa interna de las sociedades (estatutos, reglamentos, códigos de buen gobierno, contratos específicos de administración, etc.)¹⁰¹⁰. Sin embargo, desde nuestra perspectiva, las mencionadas reglas no serían en rigor “inherentes al desempeño del cargo”, sino concreciones contingentes de los estándares inherentes (de acuerdo a las conclusiones extraídas en apartados anteriores del presente trabajo).

El incumplimiento de los deberes fiduciarios como presupuesto de la responsabilidad de los administradores se verá afectado, por un lado, por las reglas fiduciarias de segundo grado que las partes hayan concretado contractualmente, sin perjuicio de aquellas reglas positivas (*hard y soft Law*) sometidas al principio cumplir o explicar; y por otro lado, por el contenido concreto que tuviera el interés social en función de las condiciones que surjan de la red de contratos que constituyen la sociedad-empresa.

Sin embargo, los administradores serán siempre responsables por su actuar negligente o desleal, deberes inherentes a la relación contractual fiduciaria administrador-sociedad y, por tanto, indisponibles. Ahora bien, la concreción y alcance de dichas actuaciones vedadas dependerá, en muchos casos, de las reglas derivadas de los mencionados estándares previstas en la ley, exigibles de acuerdo al principio *comply or explain* y, en consecuencia, susceptibles de variación a través del pacto contractual expreso e informado (transparencia). Así, por ejemplo, el aprovechamiento de una oportunidad de negocio de la sociedad (art. 228 LSC) por el administrador constituiría un presupuesto de la responsabilidad de los administradores por incumplimiento del deber de lealtad, siempre que las partes no hubieran pactado expresamente la opción del administrador para aprovecharlas,

¹⁰¹⁰ Al respecto, si bien la doctrina española ha aceptado que la normativa privada desarrolle o concrete el deber de diligencia (véase, por todos: RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “El deber de diligencia”, cit., pp. 419 y ss.), como se verá posteriormente no ha considerado posible que las sociedades dispongan de las reglas derivadas del deber de lealtad.

explicando oportunamente las razones que llevaron a tal solución normativa-contractual.

2.2.2. *Culpa o dolo*

A diferencia de lo que establecía la legislación societaria previa a la LSA de 1989, de acuerdo con la legislación vigente el administrador es responsable no solamente de su actuación dolosa o gravemente negligente (LSA de 1951), sino también de aquellas actuaciones desarrolladas sin la correspondiente diligencia del ordenado empresario, eliminándose, así, la exigencia de responsabilidad por “culpa ordinaria” que existía en la LSA de 1951¹⁰¹¹.

Antes de la reforma legal introducida por la Ley de Transparencia de 2003, un sector de la doctrina opinaba que la ley societaria consagraba un supuesto de responsabilidad objetiva en caso de que el administrador actuase en contra de la ley o los estatutos sociales¹⁰¹². Sin embargo, la doctrina mayoritaria anterior a 2003 ya sostenía el carácter subjetivo del régimen legal de responsabilidad¹⁰¹³. El solo incumplimiento de la ley no generaría responsabilidad civil. Ciertamente, como se verá posteriormente, el perjudicado no tiene que probar la culpa del administrador al ejercitar la acción, pero ello se trataría de una cuestión de carga de la prueba, no de responsabilidad objetiva o subjetiva.

¹⁰¹¹ Sobre la evolución del régimen legal español de responsabilidad de los administradores véase: GARCÍA VILLAVERDE, R., “Exoneración de la responsabilidad civil de los administradores...”, cit., pp. 1329 y ss.

Véase también la STS de 20 de mayo de 2009 [RJ 2009, 2929], donde se prevé la negligencia del administrador como presupuesto de la acción social de responsabilidad.

¹⁰¹² Así: POLO SÁNCHEZ, E., “Los administradores y el consejo de administración...”, cit., p. 294.

¹⁰¹³ Cfr.: ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, pp. 82 y ss., quien concluye que la legislación societaria no establecería un régimen de responsabilidad objetiva –sin necesidad de culpa-, ya que dicho modelo solo correspondería en caso de que la ley explícitamente lo disponga, extremo que no se daría en la legislación societaria.

2.2.3. Daño y nexa causal

En todo caso, para que el administrador esté obligado a resarcir, deben existir perjudicados por su actuación antijurídica¹⁰¹⁴ y, además, ha de poderse identificar el nexa causal entre dicha actuación y el daño ocasionado¹⁰¹⁵. Se requiere, en definitiva, que la parte actora –la sociedad u otros legitimados en su interés– pruebe el daño ocasionado por el administrador¹⁰¹⁶, así como la relación de causalidad¹⁰¹⁷.

2.3. Carga de la prueba

Respecto de la cuestión de la prueba en la acción social de responsabilidad, la doctrina ampliamente mayoritaria ha señalado que la parte actora tendría la carga de probar tres de los presupuestos establecidos anteriormente: i) el daño, ii) la actuación antijurídica y iii) el nexa causal entre el daño y la acción. Por su parte, por expresa disposición legal (art. 237 LSC), se invierte la carga de la prueba del elemento culpa. Es decir, la culpa de cada uno de los administradores se presume, teniendo cada uno de ellos la carga de probar la ausencia de culpa para exonerarse de responsabilidad¹⁰¹⁸.

¹⁰¹⁴ Así: STS de 5 de marzo de 1992 [RJ 1992, 2390].

¹⁰¹⁵ Así: STS de 4 de noviembre de 1991 [RJ 1991, 8143]. También, la reciente Sentencia del Juzgado de lo Mercantil de La Coruña de 22 de febrero de 2012, señala que “ha de quedar acreditada la existencia de una relación causal que ligue la actuación antijurídica de los administradores y el resultado dañoso en el patrimonio social que la acción social pretende reparar”.

¹⁰¹⁶ Cfr.: STS de 7 de marzo de 2006 [RJ 2006, 1078].

¹⁰¹⁷ Véase, por ejemplo, la STS de 7 de marzo de 2006 [RJ 2006, 1078], que señala textualmente que «el recurrente no ha conseguido probar la concurrencia de daño, tal como se afirma en la sentencia recurrida y se reconoce en el propio recurso de casación, cuando afirma que él mismo “no puede cuantificar su perjuicio, ni explicitar su daño”. Al faltar uno de los requisitos para que pueda reclamarse la responsabilidad al administrador, cual es la demostración del daño producido, deben decaer los motivos del recurso quinto y sexto».

¹⁰¹⁸ Sobre esta cuestión véase: POLO SÁNCHEZ, E., “Los administradores y el consejo de administración...”, cit., pp. 300 y ss.; DÍAZ ECHEGARAY, J.L., *La responsabilidad civil de los administradores...*, cit., p. 317.

Debe señalarse que el mencionado art. 237 LSC se refiere, en realidad, al “carácter solidario de la responsabilidad” y establece que todos los miembros del órgano responderán

Se ha señalado que, entre los principales fundamentos de la solución legal de la inversión de la carga de la prueba, estaría el de la disponibilidad de los medios probatorios. Sin embargo, como se ha advertido, en cumplimiento de la carga de probar la ausencia de su culpa individual, el demandado puede pedir la presentación de información y documentos en poder de la sociedad, obligada a aportarlos, con la problemática que la publicidad de dicha información podría ocasionar¹⁰¹⁹. En tal sentido, podría afirmarse que la inversión de la carga de la prueba, considerada por varios autores el paradigma de la política de reforzamiento de la posición del perjudicado en el ámbito de la acción social de responsabilidad, podría convertirse, en ciertos casos, en un problema para los intereses de la sociedad reclamante.

Por otra parte, con relación a la carga de la prueba de la negligencia del administrador, la jurisprudencia ha señalado que la infracción de la ley permite presumir la culpa del administrador, en la medida en que éste tendría la obligación de conocer el marco normativo al que se sujeta su actuación¹⁰²⁰. *A contrario sensu*, podría sostenerse que, si la responsabilidad no se debe a un daño por infracción de ley alguna, sino por incumplimiento de deberes fiduciarios, dicha presunción perdería su fundamento.

solidariamente, “salvo 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 aquel”. Nótese que la ley establece la carga de probar la ausencia de culpa por parte de los administradores individualmente considerados. Sin embargo, no resulta, desde nuestro punto de vista, evidente que de ello pueda derivarse, sin explicación alguna, que la culpa se presume *a priori* de la actuación de todos los administradores, conjuntamente considerados, como órgano de la sociedad. Podría llegar a sostenerse, en efecto, que la inversión de la carga de la prueba se otorga a cada administrador individual para evitar la solidaridad, una vez que la parte actora hubiera probado el dolo o culpa de la actuación del órgano.

¹⁰¹⁹ Al respecto: SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La acción social...”, cit., 2011, p. 99.

¹⁰²⁰ Véase, por ejemplo, SAP Madrid, de 5 de noviembre de 1997, citada por HERNÁNDEZ MARTÍN, V. y VILLORIA RIVERA, *La responsabilidad civil de los administradores de sociedades*, cit.

2.4. Jurisdicción y competencia

2.4.1. *La competencia de los Juzgados de lo Mercantil para las acciones sociales de responsabilidad*

La competencia para conocer de las acciones sociales de responsabilidad tradicionalmente ha correspondido a la jurisdicción civil. Sin embargo, mediante la LO n° 8/2003 se crearon los Juzgados de lo Mercantil y se modificó la LOPJ, introduciéndose el art. 86 ter, que dispone que los juzgados de lo mercantil conocerán de “todas aquellas cuestiones que dentro de este orden jurisdiccional se promuevan al amparo de la normativa reguladora de las sociedades mercantiles y cooperativas” (art. 86 ter., punto 2, letra a). La doctrina mayoritaria sostiene que esta norma, desde el 1 de septiembre de 2004, ha atribuido a los juzgados de lo Mercantil la competencia para juzgar la responsabilidad de los administradores según la legislación societaria¹⁰²¹, siendo competente para resolver los recursos de apelación contra sus resoluciones la sección especializada de la correspondiente Audiencia Provincial (art. 82 LOPJ), y para los recursos de casación, la sala primera del Tribunal Supremo.

2.4.2. *La competencia en caso de acumulación de acciones*

Tradicionalmente la jurisprudencia ha admitido la acumulación de las acciones sociales de responsabilidad ejercitadas por los distintos legitimados para ello¹⁰²², así como la acumulación de las acciones sociales contra los administradores con otras acciones relacionadas (acciones de responsabilidad por deudas contra la sociedad, acciones directas contra el administrador, etc.)¹⁰²³.

¹⁰²¹ FRIGOLA RIERA, A., “Acumulación de acciones y conflictos de competencia entre juzgados de lo mercantil y juzgados de primera instancia”, en AA.VV., *Responsabilidad de los administradores de sociedades de capital*, Editores El Derecho, Madrid, 2007, p. 15; LARA GONZÁLEZ, R., “La acción social de responsabilidad...”, cit., p. 113.

¹⁰²² Así: STS de 30 de septiembre de 1998 [RJ, 1998]; SAP Asturias de 31 de marzo de 2003.

¹⁰²³ Cfr.: HERNÁNDEZ MARTÍN, V. y VILLORIA RIVERA, Í., *La responsabilidad civil de los administradores de sociedades*, cit., p. 25.

Sin embargo, la creación de los juzgados de lo mercantil por la anteriormente mencionada LO n° 8/2003 replanteó el problema de la acumulación de las acciones de responsabilidad de los administradores, que pasaron a ser competencia de los nuevos juzgados, y de las acciones de reclamación contra la sociedad por incumplimiento contractual, cuyo conocimiento correspondía a los juzgados de primera instancia¹⁰²⁴. En este contexto, se plantea un doble problema. Por un lado, determinar si es posible la acumulación. Por otro, cuál sería el juzgado competente: el de primera instancia o el de lo mercantil. Con relación a ambos problemas existen criterios jurisprudenciales diversos¹⁰²⁵.

La tesis mayoritaria se muestra favorable a la acumulación de acciones ante los juzgados de lo mercantil (sintetizada en el Auto de la AP Madrid, de 24 de junio de 2005, [AC 2005/1141]), basada en la “vis atractiva” de sus competencias, el principio de economía procesal, el criterio de conexidad de las acciones y el peligro de resoluciones contradictorias¹⁰²⁶. Otro sector jurisprudencial, claramente minoritario, defiende la competencia de los juzgados de primera instancia.

Frente a ellos, cabe citar la tesis de la improcedencia de la acumulación, que postula que las acciones contra los administradores deben ejercitarse ante los juzgados de lo mercantil y las acciones contra la sociedad ante los tribunales de primera instancia¹⁰²⁷. Esta posición ha sido fundamentada en i) la aplicación del art. 73.1 LEC, que condiciona la acumulación a que el juez sea competente para ambas acciones; ii) la falta de carácter principal o subsidiario de las acciones en juego; iii) la

¹⁰²⁴ Sobre este problema de competencia, véase: SANZ ACOSTA, L., “Acumulación de acciones y conflictos de competencia entre juzgados de lo mercantil y juzgados de primera instancia”, en AA.VV., *Responsabilidad de los administradores de sociedades de capital*, Editorial El Derecho, Madrid, 2007, pp. 27 y ss.

¹⁰²⁵ Véase: ARROYO MARTÍNEZ, I. y FRANCO ARIAS, J., “La competencia de los juzgados de lo mercantil en materia civil de los administradores”, en *RDM*, n° 259, 2006, pp. 173 y ss.

¹⁰²⁶ Un análisis de dicha jurisprudencia puede encontrarse en ARROYO MARTÍNEZ, I. y FRANCO ARIAS, J., “La competencia de los juzgados de lo mercantil...”, p. 171 y ss.

¹⁰²⁷ Posición fundamentada en el Auto de la AP de Alicante, de 18 de octubre de 2005, transcrita en ARROYO MARTÍNEZ, I. y FRANCO ARIAS, J., “La competencia de los juzgados de lo mercantil...”, cit., pp. 179 y ss.

inexistencia de denegación de tutela y posibilidad de conocimiento paralelo de ambas acciones; y iv) la supuesta voluntad del legislador¹⁰²⁸.

Finalmente, también se ha sostenido que, actualmente, existiría una laguna legal que debe ser subsanada por el legislador, permitiendo la acumulación de ambas acciones ante los juzgados competentes para su conocimiento¹⁰²⁹, con fundamento en razones de economía procesal, de ahorro de recursos y tiempo.

Con relación a la competencia por razón de territorio, en caso de aceptarse la acumulación de las acciones –contra la sociedad y contra el administrador-, se ha sostenido que debe aplicarse el criterio de la acción que sea “fuente o base de las demás”, para fijar el ámbito territorial de la demanda a entablar¹⁰³⁰. El fuero, en tales casos, sería el del lugar de cumplimiento de la obligación y, si no estuviera estipulado, sería competente el juez del domicilio de los codemandados, a elección del demandante.

2.5. Legitimación

2.5.1. Delimitación legal general de la legitimación para el ejercicio de la acción social de responsabilidad (art. 236.1 LSC)

El art. 236.1 LSC, recoge la solución adoptada por la Ley de Transparencia de 2003. En efecto, comienza definiendo la legitimación pasiva de la acción social de responsabilidad, extendiéndola a los

¹⁰²⁸ SANZ ACOSTA, L., “Acumulación de acciones y conflictos de competencia...”, cit., p. 46. Los mencionados argumentos han llevado a este autor a considerar que dicha tesis es la más adecuada al régimen vigente.

¹⁰²⁹ ALBERT ALBERT, P., “¿Es posible acumular una reclamación judicial contra una sociedad y una acción de responsabilidad contra sus administradores? ¿Ante qué juzgado?”, en *RdS*, nº 28, 2007, p. 311.

¹⁰³⁰ Cfr.: HURTADO COBLES, J., *La responsabilidad de los administradores societarios en el ámbito civil y social*, Atelier Mercantil, Barcelona, 1998, p. 25, quien para fundamentar dicha conclusión cita la STS de 24 de octubre de 1967 [RJ 1967, 4544].

administradores de derecho y de hecho¹⁰³¹, siguiendo, de tal modo, la doctrina¹⁰³² y jurisprudencia¹⁰³³ ampliamente mayoritaria. Seguidamente, el mismo precepto, enumera los sujetos legitimados activamente para ejercer la acción social de responsabilidad: la sociedad, los socios y los acreedores sociales; es decir, tendrían legitimación activa –más allá de las restricciones que luego se establecen- un grupo amplio de *stakeholders*.

¹⁰³¹ Dejando así, según advierte QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La responsabilidad de los administradores”, cit., pp. 1694-1695, una “categoría abierta de supuestos”.

Sobre las cuestiones jurídicas que presenta la legitimación pasiva de la acción social de responsabilidad véase, por todos, el completo trabajo de MARTÍNEZ SANZ, F., “Los administradores responsables”, en (Dir.) ROJO, A. y BELTRÁN, E., *La responsabilidad de los administradores de sociedades mercantiles*, 4ª Edición, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2011, pp. 59 y ss., donde se distinguen las categorías de administrador aparente y administrador oculto y entre otras cuestiones, se analiza la responsabilidad de la sociedad dominante, así como la responsabilidad del administrador cesado o caducado.

¹⁰³² Cfr.: PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, cit., p. 42, quien señala que la regla general sería que estarían subjetivamente legitimadas todas aquellas personas que sin ser formalmente administradores desempeñaran un papel similar en la sociedad; URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Curso...*, cit., p. 982., quienes conciben al administrador de hecho como aquel que “desempeña en la práctica las funciones inherentes al órgano de administración pero sin formar parte del mismo”; PÉREZ CARRILLO, E., *La administración de la S.A...*, cit., p. 49, quien considera que también serían administradores aquellos que de un modo efectivo realizan, en la práctica, la actividad de administrar.

El carácter extensivo de la noción de administrador responsable explicaría en el ámbito del derecho comparado, que, por ejemplo, los destacados *Principles of Corporate Governance publicados por el AMERICAN LAW INSTITUTE*, incluyeran sendas referencias a la responsabilidad de los *officers* más importantes (CEO, etc.) y de los accionistas de control (véase: Part V, Chapter 3 de los AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles...*, cit., pp. 325 y ss.).

Si bien la legislación española, a diferencia de otros ordenamientos, no incluye explícitamente a los gerentes (*officers*) entre los responsables, como advierte QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La responsabilidad de los administradores”, cit., p. 1694, la responsabilidad les alcanzaría a través de la categoría de administrador de hecho. En definitiva, sería sujeto pasivo de la acción social de responsabilidad todo aquel que tiene poder de decisión suficiente para afectar el interés social.

¹⁰³³ Véanse: STS de 26 de mayo de 2003 [RJ 2003, 3926]; STS de 22 de marzo de 2004 [RJ 2004, 1661]; STS 29 de julio de 2008 [RJ 2008, 4634].

2.5.2. Legitimación activa en cascada o escalonada

Los arts. 238 a 240 LSC contienen la regulación de (a) la legitimación activa directa (la propia sociedad)¹⁰³⁴, (b) la legitimación subsidiaria de primer grado (los socios minoritarios)¹⁰³⁵ y (c) la legitimación subsidiaria de segundo grado (los acreedores) para el ejercicio de la acción social de responsabilidad.

i) *Ejercicio de la acción por la sociedad*

El art. 238.1 LSC dispone que la acción social contra los administradores deberá ser ejercitada por la propia sociedad (en todo caso beneficiaria del resultado de la misma¹⁰³⁶), previo acuerdo de la junta general, por mayoría ordinaria, no pudiendo los estatutos –según disposición legal expresa- establecer una mayoría distinta para la adopción de este tipo de acuerdos sociales. Asimismo, la ley otorga a la junta general la capacidad para transigir o renunciar al ejercicio de la acción¹⁰³⁷, siempre que no se opongan socios que representen el 5% del capital social (art. 238.2 LSC)¹⁰³⁸.

¹⁰³⁴ Como señala QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La responsabilidad de los administradores”, cit., p. 1708, la sociedad gozaría de una legitimación de primer grado, pero la misma no sería ni exclusiva ni excluyente.

¹⁰³⁵ Al respecto, véase: JUSTE MENCÍA, J., “La legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social”, en (Dir.) ROJO, A. y BELTRÁN, E., *La responsabilidad de los administradores de sociedades mercantiles*, cit., pp. 132 y ss. Asimismo, véase la STS de 30 de noviembre de 2000 [RJ 2000, 9305], donde se resuelve un caso en que la sociedad (la Junta) resuelve desistir de la acción y un grupo de accionistas pretende continuar con la misma. El TS advierte que, aunque la ley no lo contemple expresamente, podrían darse las condiciones para que la acción sea ejercitada por la sociedad y los accionistas separadamente, correspondiendo la acumulación de acciones. La sociedad, en su caso, puede desistir de su acción pero no de la acción ejercitada por los accionistas.

¹⁰³⁶ Cfr.: QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La responsabilidad de los administradores”, cit., p. 1709. En el mismo sentido, véase la STS de 23 de enero de 2009 [RJ 2009, 1269], que prevé que la acción social de responsabilidad se formula siempre en beneficio de la sociedad y tiene por objeto el restablecimiento del patrimonio social y la SAP Madrid, de 5 de noviembre de 1997.

¹⁰³⁷ A la posibilidad legal de renuncia de la acción social de responsabilidad se ha referido recientemente la jurisprudencia (véase la reciente Sentencia del Juzgado de lo Mercantil de La Coruña de 22 de febrero de 2012) advirtiendo que la ley trata de evitar que “una vez adoptado el acuerdo por la junta general de exigir responsabilidad a los administradores, la

Seguidamente, la ley establece que la decisión de ejercitar la acción social de responsabilidad conllevaría la remoción del cargo del administrador (art. 238.3 LSC), en la medida en que dicha decisión implicaría una pérdida de la confianza en los administradores afectados por la acción, debiendo ser ejercitada por los administradores no afectados, por los administradores suplentes o, en su defecto, por los nuevos miembros del órgano designados. Al respecto, se ha advertido que la destitución que conlleva la decisión de ejercitar la acción social de responsabilidad podría inducir el uso indebido de la misma con respecto a la finalidad legalmente establecida. En efecto, podría ser utilizada para lograr la destitución de los administradores sociales, antes que para su concreta responsabilidad por los daños ocasionados a la sociedad administrada¹⁰³⁹.

Del mismo modo que la Junta tiene legitimación para ejercitar la acción social también la tiene para transigir o renunciar al ejercicio de la misma (art. 238.2 LSC), siempre que no se opusieran a ello socios que representen, al menos, el 5% del capital social¹⁰⁴⁰. Este porcentaje mínimo indudablemente no es capaz de adaptarse a la realidad de las diferentes sociedades de capital, siendo para algunas excesivo, para otras, insuficiente y, en todo caso, distorsionante¹⁰⁴¹, ya que no permitiría que los socios tengan en la administración societaria la influencia que realmente merecen en cada caso concreto.

Por expresa disposición legal, la decisión de transigir de la acción de responsabilidad también determina la destitución de los administradores

junta transija o renuncie al ejercicio de la acción, cediendo quizá a la presión que los administradores hayan podido ejercer sobre una mayoría con la que se encuentren estrechamente ligados”.

¹⁰³⁸ Con relación a las diferentes cuestiones que presenta la acción social ejercida por la propia sociedad, véase: LARA GONZÁLEZ, R., “La acción social...”, cit., pp. 98 y ss.

¹⁰³⁹ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La acción social...”, cit., p. 103.

¹⁰⁴⁰ Al respecto: DÍAZ ECHEGARAY, J.L., *Deberes y responsabilidad de los administradores...*, cit., pp. 310 y ss.

¹⁰⁴¹ Cfr.: LARA GONZÁLEZ, R., “La acción social...”, cit., p. 119.

afectados (art. 238.3 LSC)¹⁰⁴². Sin embargo, nada indica la ley respecto a la destitución en caso de renuncia de la acción. Por último, el art. 238.4 LSC señala que la aprobación de las cuentas anuales no impedirá el ejercicio de la acción social ni implicará su renuncia implícita. La aprobación de las cuentas no traería consigo, entonces, la aprobación de la gestión. En efecto, de acuerdo con el art. 164.1 LSC, la Junta se reúne para aprobar la gestión social y las cuentas anuales como elementos independientes.

ii) *Legitimación subsidiaria de los socios*

El art. 239 LSC regula la legitimación subsidiaria de la minoría. Así, establece que un mínimo de socios que representen el 5% del capital social podrá solicitar la convocatoria de la junta general para tratar y resolver el ejercicio de la acción social de responsabilidad¹⁰⁴³. Dicho porcentaje de capital podrá, según la ley, en caso de que las anteriores diligencias no resulten convenientes a su interés, ejercitar conjuntamente, “en defensa del interés social”, la acción social de responsabilidad (legitimación subsidiaria de primer grado)¹⁰⁴⁴.

Sin embargo, hay que señalar que los accionistas legitimados para ejercitar la acción social de responsabilidad se enfrentan a un evidente problema de *free raider* (los resultados de la acción promovida por ellos —a su coste y riesgo— beneficia a la sociedad en su conjunto, por lo que a ellos, solo indirectamente) que desincentiva notoriamente su ejercicio¹⁰⁴⁵ y que habría llevado a su escasa relevancia práctica. En todo caso, el objetivo de la

¹⁰⁴² Esta disposición, según LARA GONZÁLEZ, R., “La acción social...”, cit., p. 123, sería imperativa no pudiéndose admitir que la Junta adopte la continuación en el cargo de los administradores.

¹⁰⁴³ Al respecto, QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La responsabilidad de los administradores”, cit., pp. 1716-1717, señala que el porcentaje legal no puede ser elevado ni tampoco rebajado *ad hoc*. Aunque advierte que resulta dudoso establecer una rebaja del porcentaje con carácter general, sostiene que dicha hipótesis no resultaría factible teniendo en cuenta el supuesto carácter ordenador de derechos de la minoría que tendría el Derecho positivo.

¹⁰⁴⁴ Sobre las especiales características del régimen legal de legitimación subsidiaria de los socios, véase el recientemente actualizado trabajo de JUSTE MENCÍA, J., “La legitimación subsidiaria...”, cit., 132 y ss.

¹⁰⁴⁵ Cfr.: JUSTE MENCÍA, J., “La legitimación subsidiaria...”, cit., p. 130.

legitimación legal subsidiaria de la minoría de socios sería evitar el significativo riesgo de que la mayoría —que, en definitiva, determina el sentido de las resoluciones de la Junta— resuelva no demandar a los administradores designados por la propia mayoría entre personas de su confianza.

La exigencia de un capital mínimo para la legitimación respondería al riesgo de abuso de los accionistas minoritarios. Ahora bien, el establecimiento de un porcentaje concreto parece de difícil definición general debido a los fundamentos, expresados anteriormente, relativos a que existen innumerables necesidades e intereses, así como diversas estructuras de capital accionario, en cada una de las sociedades existentes que hacen imposible establecer un porcentaje adecuado y común a todas ellas¹⁰⁴⁶.

Además de reunir el 5% del capital social, los socios minoritarios que pretendan ejercitar la acción social de responsabilidad deben verificar otros requisitos. La primera vía para lograr la legitimación subsidiaria sería a través de la constatación de la no convocatoria de la Junta de socios solicitada por la minoría interesada en que se demande a los administradores. La segunda sería mediante el transcurso del plazo de un mes desde el acuerdo de la Junta que resolvió el ejercicio de la acción sin que la sociedad hubiera cumplido la decisión. La tercera sería la decisión expresa de la Junta de no exigir responsabilidad al administrador en cuestión.

Otro caso en el que la minoría de socios puede intervenir en defensa del interés social es cuando la acción social ejercitada por decisión de la Junta (mayoría) se encuentra abocada —voluntaria o involuntariamente— al fracaso¹⁰⁴⁷. Al respecto, el Tribunal Supremo ha señalado que, aunque la ley no lo contemple expresamente, debería admitirse la acumulación en el

¹⁰⁴⁶ Al respecto, señala MENCÍA, J., “La legitimación subsidiaria...”, p. 132, que un punto de partida más adecuado sería adoptar un sistema de coeficientes decrecientes que dejara de hacer ilusoria la posibilidad de exigir responsabilidad a los administradores. Por su parte, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La acción social...”, cit., p. 100, advierte que el porcentaje de 5% sería excesivo para un significativo número de sociedades cotizadas españolas.

¹⁰⁴⁷ Véase: JUSTE MENCÍA, J., “La legitimación subsidiaria...”, cit., p. 148.

mismo proceso de la acción ejercitada por la Junta y de la ejercitada por los socios, autorizada por la LEC. La acción directa correspondería a la sociedad y la coadyuvante, a los socios¹⁰⁴⁸. Sin embargo, en rigor, la mencionada posibilidad de acumulación solo podría darse cuando se cumplan los requisitos legales para la legitimación subsidiaria de la minoría de socios, es decir, cuando la Junta no resuelve oportunamente el ejercicio de la acción¹⁰⁴⁹. Sin perjuicio de ello, para subsanar dicho problema, apunta JUSTE MENCÍA que la participación de la minoría en la acción ejercitada por la propia sociedad podría fundamentarse en lo dispuesto por el art. 13 LEC que, admite como demandante a quien tenga un interés directo y legítimo en el juicio¹⁰⁵⁰.

Finalmente, no establece la ley plazo alguno para que los accionistas minoritarios ejerciten la acción social de responsabilidad, pasado el cual se otorgaría legitimación a los acreedores (art. 240 LSC). No obstante, al respecto se ha sostenido que la solución más lógica sería establecer el mismo plazo que se otorga a la sociedad –un mes-, de acuerdo a los fundamentos expresados por la STS, de 9 de abril de 2003 [RJ 2003, 2958], contado a partir de que los accionistas minoritarios hubieran conocido que la sociedad no interpuso la acción¹⁰⁵¹.

iii) Ejercicio de la acción social por los acreedores legitimados

El art. 240 LSC prevé la legitimación activa de los acreedores sociales para el ejercicio de la acción social de responsabilidad, cuando la misma no hubiera sido ejercitada por la sociedad ni por los socios, y sólo en el caso de que el patrimonio social no resulte suficiente para la satisfacción de sus créditos (legitimación subsidiaria de segundo grado)¹⁰⁵². Es decir, que los presupuestos que deben cumplirse para que los acreedores puedan promover la acción social serían dos: i) falta de ejercicio por los demás legitimados,

¹⁰⁴⁸ Cfr.: STS de 30 de noviembre de 2000 [RJ 2000, 9305].

¹⁰⁴⁹ Transcurrido el plazo legal de un mes, la legitimación de la sociedad y de los socios sería concurrente.

¹⁰⁵⁰ JUSTE MENCÍA, J., “La legitimación subsidiaria...”, cit., pp. 149-150.

¹⁰⁵¹ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La acción social...”, cit., 2011, p. 123.

¹⁰⁵² Al respecto véase: JUSTE MENCÍA, J., “La legitimación subsidiaria...”, cit., pp. 163-168.

según los plazos previstos en los párrafos anteriores, y ii) insuficiencia del patrimonio social para la satisfacción de los créditos del acreedor que pretende ejercitar la acción social¹⁰⁵³.

El segundo de los presupuestos legales guarda estrecha relación con la posibilidad de solicitar el concurso de acreedores de la sociedad, ya que pone de manifiesto su insolvencia. Sin embargo, se ha sostenido que no sería necesario para ejercitar la acción que la insolvencia hubiera sido judicialmente declarada¹⁰⁵⁴, ni diligencia de embargo que ponga en evidencia la insuficiencia de los bienes del deudor para el pago del crédito¹⁰⁵⁵.

La naturaleza subsidiaria de segundo grado de la legitimación de los acreedores para el ejercicio de la acción social, así como el problema de *free raider* anteriormente señalado, del que también participan los socios minoritarios legitimados, habría determinado su escasa repercusión en la jurisprudencia¹⁰⁵⁶.

2.5.3. Legitimación pasiva

i) *Sujetos legitimados: los administradores responsables*

La legitimación pasiva de las acciones de responsabilidad implica, en definitiva, determinar a quiénes resultan aplicables, por un lado, los arts.

¹⁰⁵³ Cfr.: DÍAZ ECHEGARAY, J.L., *Deberes y responsabilidad de los administradores...*, cit., pp. 328 y ss.

¹⁰⁵⁴ POLO SÁNCHEZ, A., *Comentario...*, cit., pp. 364 y ss., aunque este autor entiende que sí serían necesarios los mismos requisitos que la legislación concursal exige para instar la declaración del concurso: título por el que se hubiera despachado mandamiento de ejecución o apremio y que del embargo no resulten bienes suficientes para el pago.

¹⁰⁵⁵ Como advierte DÍAZ ECHEGARAY, J.L., *Deberes y responsabilidad de los administradores...*, cit., p. 332, la norma sólo exige que el patrimonio social resulte insuficiente para el pago, sin exigir nada más, por lo que no correspondería agregar la exigencia del embargo, sin perjuicio de que se reconozca que el embargo sería el mecanismo más eficaz para probar dicho extremo.

¹⁰⁵⁶ Cfr.: ESTEBAN VELASCO, G., “La acción social...”, cit., p. 76.

236-240 LSC¹⁰⁵⁷ y, por otro, los arts. 225 y ss. LSC, que regulan los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades de capital. La regla general es que están legitimados, en todo caso, los administradores designados, desde la aceptación de su nombramiento hasta su cese.

Sin embargo, siguiendo el criterio de un sector de la jurisprudencia, el momento más trascendente a los efectos del límite temporal de la responsabilidad sería la inscripción del cese en el Registro Mercantil correspondiente¹⁰⁵⁸, en la medida en que ello otorgaría la publicidad adecuada ante terceros. Por otro lado, no sería necesaria la inscripción del administrador para que éste sea considerado formalmente como tal, ya que, según ha señalado la autoridad registral competente, la inscripción no tendría efectos constitutivos¹⁰⁵⁹.

a) El administrador de hecho

Desde el punto de vista subjetivo, en principio, la responsabilidad no se extendía a otros sujetos que no fueran formalmente administradores. Sin embargo, en la medida en que el endurecimiento del régimen de responsabilidad, introducido a partir de la reforma de la legislación societaria de 1989, incentivó el desarrollo de la figura del administrador de hecho como instrumento dirigido, muchas veces, a evitar los significativos riesgos de responsabilidad, se hizo necesario el análisis y la evaluación de dicha figura, a los efectos de determinar el alcance de la legitimación pasiva en el ámbito de la acción social de responsabilidad prevista legalmente.

En tal sentido se fueron desarrollando mecanismos para exigir la responsabilidad de quienes, en la práctica, adoptasen las decisiones de administración –sean o no formalmente administradores–; proceso que terminó con la modificación legal introducida en 2003 por la Ley de

¹⁰⁵⁷ Sobre esta cuestión, resulta ineludible la lectura del recientemente actualizado trabajo, según las normas de la LSC, de MARTÍNEZ SANZ, F., “Los administradores responsables”, cit., pp. 59 y ss.

¹⁰⁵⁸ Así: STS de 2 de abril de 2002 [RJ 2002, 2531]; SAP Barcelona, de 29 de octubre de 1997 y SAP Guipúzcoa, de 17 de febrero de 1998.

¹⁰⁵⁹ RDGRN, de 23 de diciembre de 1997, citada por ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, cit., p. 34.

Transparencia, en la que explícitamente se establece que responderán “los administradores de derecho o de hecho como tales” (según redacción dada por el actual art. 236.1 LSC). Tanto es así que, en otros ámbitos como el anglosajón, directamente se ha pasado a analizar la responsabilidad de los *decisionmakers*, en general, con independencia de si formalmente integran o no el *board of directors* de las sociedades de capital. Es decir, que se habría llegado a concluir que estarían pasivamente legitimados quienes de hecho o de derecho se encuentren obligados contractualmente a actuar con diligencia y lealtad en beneficio del interés social.

Tradicionalmente se había identificado al administrador de hecho con aquellos sujetos designados como administradores societarios, pero cuya relación jurídica se encontraba viciada de nulidad por diferentes motivos. La perspectiva cambió significativamente con la aparición del Reglamento del Registro Mercantil de 1989, que vino a eliminar, prácticamente, las situaciones de administración de hecho como se entendía hasta el momento¹⁰⁶⁰, pasando a considerarse administrador de hecho aquel que, sin haber sido formalmente designado, realiza *de facto* las funciones del cargo.

La doctrina¹⁰⁶¹, la jurisprudencia¹⁰⁶² y la legislación –a partir de la reforma introducida por la Ley de Transparencia de 2003– sostienen la extensión subjetiva de las normas de responsabilidad a los administradores de hecho¹⁰⁶³. Ahora bien, debe establecerse qué ha de entenderse por administrador de hecho. Al respecto, el Informe ALDAMA (Ap. III.2.3),

¹⁰⁶⁰ Cfr.: MARTÍNEZ SANZ, F., “Los administradores responsables”, cit., p. 61.

¹⁰⁶¹ Una reciente síntesis del desarrollo de la doctrina española en torno al concepto de administrador de hecho, puede encontrarse en el capítulo II del libro de ESPINÓS BORRÁS DE QUADRAS, A., *La responsabilidad civil en las sociedades mercantiles*, Bosch, Barcelona, 2005, pp. 83 y ss.

¹⁰⁶² Así, la reciente STS de 14 de abril de 2009, [RJ 2009, 2897], afirma que la responsabilidad alcanza a los administradores de hecho, quienes serían aquellos que “sin ostentar formalmente el nombramiento de administrador y demás requisitos exigibles, ejercen la función como si estuviesen legitimados prescindiendo de tales formalidades o continúan ejerciéndola una vez producido formalmente su cese o sobrevenida la caducidad del nombramiento”.

¹⁰⁶³ En efecto, según advierte, MARTÍNEZ SANZ, F., “Los administradores responsables”, cit., p. 64, la legislación vigente (art. 236.1 LSC) equipararía el régimen aplicable a los administradores de hecho y de derecho.

fuente principal de la Ley de Transparencia, proponía la adopción del criterio funcional de “quienes desempeñan en la sociedad un papel de índole similar” y realizaba una enumeración no taxativa de quienes también deberían ser considerados administradores: a) las personas físicas que representan a las personas jurídicas designadas administradoras; b) los altos ejecutivos de la sociedad aunque no sean formalmente administradores; c) Los que de hecho desempeñan las funciones de los sujetos de a) y b) sin designación formal; d) los administradores ocultos; e) los accionistas de control¹⁰⁶⁴.

En la doctrina española, QUIJANO GONZÁLEZ define al administrador de hecho como aquel que, “sin ocupar formalmente el cargo, ejerce de hecho y de manera efectiva las funciones de administración”¹⁰⁶⁵. JUSTE MENCÍA, por su parte, lo concibe como aquel que “ostenta el poder de decisión en la sociedad en los términos en que éste viene atribuido por la ley al órgano administrativo”¹⁰⁶⁶. De manera semejante, la jurisprudencia reciente del Tribunal Supremo español, define a los administradores de hecho como aquellos que, “sin ostentar formalmente el nombramiento de administrador y demás requisitos exigibles, ejercen la función como si estuviesen legitimados prescindiendo de tales formalidades”¹⁰⁶⁷.

Ahora bien, el administrador de hecho podría ser, al mismo tiempo, “administrador oculto”, es decir, cuando se pretende ocultar la condición de administrador de hecho para evitar la responsabilidad por las acciones de administración. Al respecto, entre otras cuestiones, la jurisprudencia ha señalado que debe acreditarse la habitualidad, la permanencia y la profesionalidad de quien ejerce la función de administrar de manera oculta¹⁰⁶⁸. Entre los indicios probatorios más importantes destaca el hecho

¹⁰⁶⁴ Según advierte ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, cit., p. 35, el mencionado alcance subjetivo de la acción ha sido reconocido por la STS de 24 de septiembre de 2001 [RJ 2001, 7489].

¹⁰⁶⁵ QUIJANO GONZÁLEZ, J., *La responsabilidad civil...*, cit., p. 351.

¹⁰⁶⁶ JUSTE MENCÍA, J., “En torno a la aplicación del régimen de responsabilidad de los administradores al apoderado general de la sociedad”, en *RdS*, nº 14, 2000, p. 305.

¹⁰⁶⁷ STS de 14 de abril de 2009 [RJ 2009, 2897].

¹⁰⁶⁸ Cfr.: SAP Barcelona, de 24 de enero de 2005.

de que el sujeto goce de un poder general que le permita representar y gestionar la sociedad¹⁰⁶⁹.

Otros casos especiales de administrador de hecho analizados por la jurisprudencia son el del administrador de las sociedades dominantes, en los casos de sociedades que forman parte de un grupo, y el de la alta gerencia, que deberían regirse por los principios generales aplicables a los administradores de hecho. Es decir, serían responsables en la medida en que desarrollen, de manera habitual y permanente, las funciones propias del cargo de administrador¹⁰⁷⁰.

b) Administrador persona jurídica

Por otra parte, en caso de que el sujeto designado como administrador sea una persona jurídica, tradicionalmente, la jurisprudencia ha entendido que la responsabilidad civil correspondía a la persona jurídica y no a la persona natural que la representa en el órgano de administración¹⁰⁷¹. En el mismo sentido, MARTÍNEZ SANZ aboga por constreñir el ámbito subjetivo de responsabilidad a la persona jurídica, pudiendo ésta luego repetir contra el administrador. Ello sin perjuicio de la acción individual (art. 241) por responsabilidad extracontractual que pudiera ejercitarse contra el representante¹⁰⁷².

Sin embargo, en los últimos años la doctrina ha ensayado diversos argumentos para fundamentar la extensión de la responsabilidad a la persona física que representa a la persona jurídica en el órgano de administración de la sociedad de capital¹⁰⁷³. Ciertamente, no admitir la posibilidad de ejercitar una acción contra la persona física representante de la persona jurídica

¹⁰⁶⁹ Véase: MARTÍNEZ SANZ, F., “Los administradores responsables”, cit., pp. 67 y ss., quien cita abundante jurisprudencia al respecto.

¹⁰⁷⁰ Cfr.: STS de 8 de febrero de 2008 [RJ 2008, 2664]; STS de 14 de abril de 2009 [RJ 2009, 2897].

¹⁰⁷¹ Cfr.: SAP Valladolid de 18 de marzo de 1997.

¹⁰⁷² Cfr.: MARTÍNEZ SANZ, F., “Los administradores responsables”, cit., p. 86.

¹⁰⁷³ Véase: QUIJANO GONZÁLEZ, J., *La responsabilidad civil...*, cit., p. 372; ALONSO UREBA, A., *Presupuestos...*, p. 655.

administradora llevaría a que fuese muy sencillo evitar la responsabilidad del administrador de hecho, mediante la sola interposición de una persona jurídica¹⁰⁷⁴. Se demandaría a la persona jurídica –que en muchos casos será premeditadamente insolvente- y luego ésta optaría por no repetir contra el administrador. Tendrían que hacerlo subsidiariamente los acreedores, pero los problemas de prueba y de nexo causal probablemente desaconsejarían su realización.

Por otro lado, debe tenerse en cuenta que la reciente Ley n° 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la LSC, introdujo el art. 212 bis LSC, mediante el cual se exige la designación por parte de la persona jurídica administradora de una sola persona natural para el ejercicio permanente de las funciones del cargo de administrador, debiéndose inscribir en el Registro Mercantil cualquier modificación de dicha designación¹⁰⁷⁵. Ciertamente, este tipo de normas facilita significativamente a los eventuales demandantes el ejercicio de las acciones de responsabilidad frente a las personas físicas representantes de personas jurídicas en los órganos de administración de las sociedades de capital.

ii) *La regla de la solidaridad*

El art. 237 LSC prevé, según advierte su rúbrica, la naturaleza solidaria de la responsabilidad de los miembros del órgano de administración y ha sido considerada una expresión de la anteriormente mencionada política legislativa de reforzamiento de la posición del perjudicado¹⁰⁷⁶. Sin perjuicio de ello, de la redacción de la norma surge el carácter subjetivo de la responsabilidad, en la medida en que se exceptúa de la solidaridad a aquellos que prueben que no participaron en la adopción y

¹⁰⁷⁴ Ante este argumento se ha contestado que en tales casos podría aplicarse la doctrina del levantamiento del velo pero ello implicaría graves dificultades probatorias en la medida en que se exigiría la prueba de utilización fraudulenta del vehículo societario.

¹⁰⁷⁵ Ciertamente no afirma la legislación la responsabilidad del representante designado como se proponía en el Anteproyecto de Ley de Sociedades Mercantiles, art. 115.2: “La persona natural representante de la persona jurídica administradora estará sometida a los mismos deberes y a la misma responsabilidad que si ejerciera el cargo en su propio nombre”.

¹⁰⁷⁶ Cfr.: ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, cit., p. 38.

ejecución de los acuerdos sociales en cuestión, oponiéndose, en su caso, a su adopción.

Se trataría en realidad de una presunción simple de culpa que los administradores pueden salvar mediante la prueba de su falta de culpabilidad. En definitiva, desde el punto de vista procesal, la norma del art. 237 LSC solamente establece una inversión de la carga de la prueba¹⁰⁷⁷. La legislación no impone entonces el principio de responsabilidad colectiva sino, solamente, una presunción simple de culpa colectiva que admite prueba en contrario¹⁰⁷⁸.

Por otro lado, se ha señalado que el ámbito subjetivo de la responsabilidad no se predicaría respecto del órgano de administración, sino de las personas que forman parte del mismo, en cuanto miembros del órgano de administración¹⁰⁷⁹. Sin embargo, la responsabilidad sería orgánica, puesto que los sujetos serían responsables cuando actúen en el desempeño de sus funciones como administradores. Es decir, no incluiría aquellas acciones realizadas fuera de dicho ámbito.

También se ha analizado la cuestión de la solidaridad en los casos, cada vez más frecuentes, de consejeros delegados que causan personalmente el daño. Al respecto, se ha llegado a sostener que la delegación desactivaría la presunción de culpa de todos los miembros del consejo de administración¹⁰⁸⁰. Sin embargo, otro sector de la doctrina ha señalado que la presunción legal de responsabilidad, en el ámbito de la responsabilidad civil de los administradores, se basaría también en razones prácticas. Es

¹⁰⁷⁷ Como se advierte en la STS de 5 de mayo de 2005 [RJ 2005, 3974], la ley establecería una presunción de responsabilidad que invierte la carga de la prueba. Mediante esta norma se establecería que los administradores se encuentran obligados a probar su ausencia de culpa, cuando la regla general en el ámbito del Derecho Civil general sería la contraria.

¹⁰⁷⁸ Cfr.: SAP Lérica, de 1 de marzo de 1993.

¹⁰⁷⁹ ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, cit., pp. 31-32.

¹⁰⁸⁰ Así, por ejemplo: QUIJANO GONZÁLEZ, J., *La responsabilidad civil...*, cit., pp. 277 y ss.; PAZ-ARES, C., “La responsabilidad de los administradores...”, cit., p. 90.

decir, en la disponibilidad de los medios probatorios¹⁰⁸¹. *A priori* la parte actora no siempre estaría en condiciones de distinguir qué administradores participaron en las decisiones lesivas del interés social.

Por lo demás, se ha señalado que la delegación no implica que los administradores no delegados queden exentos de sus deberes¹⁰⁸², sino simplemente una manera de facilitar la organización de la tarea. Sin embargo, la existencia de consejeros delegados sí incidirá en la determinación de la falta de diligencia de cada uno de los administradores que forman parte del órgano. Así, no le será exigible el mismo grado de implicación en la gestión a un consejero delegado que a otro al que no le han sido delegadas tales funciones¹⁰⁸³. No obstante, esta diferenciación tendría efectos significativos solamente en el ámbito interno (entre los administradores), no siendo relevante frente a los legitimados para demandar, quienes, en aplicación de la presunción prevista en el art. 237 LSC, estarían en condiciones de hacerlo frente a todos los miembros del órgano de administración, sin tener que señalar las diferencias de culpa entre unos y otros. Posteriormente, los administradores no culpables tendrán la oportunidad de demostrar su falta de culpa en el proceso o, en su caso, repetir contra los administradores cuya actuación efectivamente generó el daño.

iii) *Causas de exoneración*

La exoneración de la responsabilidad se logra mediante la prueba de la inexistencia de alguno de los elementos legales previstos como presupuestos

¹⁰⁸¹ Así: ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, cit., pp. 46-47; MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad...*, cit., p. 220; ALONSO UREBA, A., “Presupuestos de la responsabilidad...”, cit., p. 721.

¹⁰⁸² Cfr.: LLEBOT MAJÓ, J.O., “Los deberes y la responsabilidad de los administradores”, cit., pp. 28 y ss.

¹⁰⁸³ Al respecto, véase: ALONSO UREBA, A., “Presupuestos de la responsabilidad...”, cit., p. 724; ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, cit., pp. 48-49; POLO SÁNCHEZ, E., “Los administradores y el consejo de administración...”, cit., p. 293, quienes consideran que el criterio de imputación del consejero delegado debería ser el de la *culpa in commitendo*, mientras que en los no delegados, el criterio debería ser el de *culpa in vigilando*.

de la responsabilidad. Así, por ejemplo, la prueba de la inexistencia de culpa¹⁰⁸⁴, en los términos previstos por la parte final del art. 237 LSC (anteriormente 133.2 y 133.3 LSA): i) haber hecho lo posible para impedir el acto de administración dañoso¹⁰⁸⁵ o ii) desconocer la adopción y ejecución del mismo. Al respecto, la jurisprudencia más exigente ha señalado que no bastaría con probar que se desconocía la adopción del acto, sino que, además, sería necesario probar la diligencia para evitar la condena por culpa *in vigilando*¹⁰⁸⁶. La exoneración de responsabilidad prevista en dicha disposición legal se refiere a “actos concretos y puntuales” que el administrador podría no conocer, pero no ampara a quienes afirmen desconocer absolutamente la sociedad que administran¹⁰⁸⁷. Es decir, la jurisprudencia no admite la exoneración de responsabilidad de quienes alegan que son administradores nominales, ya que ello solamente implica que desarrollan sus funciones incumpliendo los deberes inherentes al cargo¹⁰⁸⁸. En definitiva, la ley hace recaer en el administrador la carga de

¹⁰⁸⁴ Cfr.: SAP Navarra, de 26 de julio de 1996.

¹⁰⁸⁵ Véanse: STS de 17 de julio de 2009 [RJ 2009, 6476] y STS de 14 de marzo de 2008 [RJ 2008, 4252].

¹⁰⁸⁶ Cfr.: SAP Vizcaya de 17 de octubre de 1996.

¹⁰⁸⁷ Cfr.: STS de 15 de marzo de 2002 [RJ 2002, 2846].

¹⁰⁸⁸ STS de 20 de diciembre de 2007 [RJ 2007, 9058].

La exoneración de la responsabilidad se logra mediante la prueba de la inexistencia de alguno de los elementos legales previstos como presupuestos de la responsabilidad. Así, por ejemplo, la prueba de la inexistencia de culpa (SAP Navarra, de 26 de julio de 1996), en los términos previstos por la parte final del art. 237 LSC (anteriormente 133.2 y 133.3 LSA): i) haber hecho lo posible para impedir el acto de administración dañoso (STS de 17 de julio de 2009 [RJ 2009, 6476] y STS de 14 de marzo de 2008 [RJ 2008, 4252]) o ii) desconocer la adopción y ejecución del mismo. Al respecto, la jurisprudencia más exigente ha señalado que no bastaría con probar que se desconocía la adopción del acto, sino que, además, sería necesario probar la diligencia para evitar la condena por culpa *in vigilando* (SAP Vizcaya, de 17 de octubre de 1996). La exoneración de responsabilidad prevista en dicha disposición legal se refiere a “actos concretos y puntuales” que el administrador podría no conocer, pero no ampara a quienes afirmen desconocer absolutamente la sociedad que administran (STS de 15 de marzo de 2002 [RJ 2002, 2846]). En palabras de la STS de 20 de diciembre de 2007, “en definitiva, la jurisprudencia no admite que se exoneren de responsabilidad quienes se presentan a sí mismos como administradores meramente nominales o desconocedores de la realidad de la compañía, pues ello significa tanto como desempeñar un cargo social prescindiendo absolutamente de los deberes más elementales que le son inherentes (SSTS 28 octubre 2002 [RJ 2002, 9145] y 7 noviembre 2003 [RJ 2003, 8275])”.

probar la ausencia de la conducta antijurídica, lo que lleva a inferir, a su vez, la inexistencia de nexo causal entre su conducta y el daño producido¹⁰⁸⁹.

Se trata, según un sector de la doctrina española, de un número cerrado de causas liberatorias establecidas en la ley, que no puede ser modificado mediante pacto contractual de los sujetos involucrados¹⁰⁹⁰. Sin embargo, la principal razón brindada para justificar tal conclusión es que la norma fue establecida en interés del administrador y del perjudicado, la cual parece claramente insuficiente.

2.5.4. Posición adoptada por el régimen legal de legitimación para el ejercicio de la acción social de responsabilidad en el debate contractualista-institucionalista de interés social

De la regulación legal anteriormente descrita no resulta posible inferir fácilmente la posición adoptada por la ley societaria en el debate entre los paradigmas contractualista e institucionalista de interés social analizado en el segundo capítulo del presente trabajo. En efecto, por un lado, la ley prevé que la acción social de responsabilidad, dirigida, en todo caso, a la defensa del interés social, puede ser ejercitada por exclusiva decisión de una mayoría simple de socios (art. 238.1 LSC), con la consecuencia de que se estaría reconociendo la posición contractualista tradicional. No obstante, seguidamente, la ley se preocupa de proteger el interés de la minoría, legitimándola subsidiariamente (art. 239.2 LSC), y remite a la idea –también contractualista- de interés social como “interés común de todos los socios” –no solamente de una mayoría-. Con ello se reconocería indirectamente el elemento objetivo del contenido material de la cláusula de interés social.

Finalmente, al legitimarse legalmente –aunque de forma subsidiaria- a los acreedores sociales para el ejercicio de la acción en defensa del interés social (art. 240 LSC), la perspectiva institucionalista –que promueve la integración en la sociedad de todos los intereses participantes en la empresa- parecería obtener su lugar en la noción legal de interés social. Ciertamente,

¹⁰⁸⁹ ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, cit., p. 107.

¹⁰⁹⁰ ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, cit., pp. 93-94; SÁNCHEZ CALERO, F., “Supuestos de responsabilidad...”, cit., p. 924.

la previsión legal de “la insuficiencia del patrimonio social para el cobro de sus créditos” como requisito previo para el ejercicio de la acción social por los acreedores restaría significativa fuerza a dicha interpretación institucionalista. Sin embargo, debería reconocerse que una noción legal cerradamente contractualista nunca admitiría la legitimación activa para el ejercicio de la acción social de responsabilidad de sujetos ajenos a los *shareholders*.

Desde nuestro punto de vista, la normativa societaria vigente, que regula la legitimación para el ejercicio de la acción social de responsabilidad, se adecua mejor a la interpretación contractual-dinámica del concepto de interés social propuesta en el presente trabajo, en cuanto que, a diferencia de lo que sucede con la aplicación de los paradigmas tradicionales (contractualista e institucionalista), es capaz de conciliar la legitimación activa de todos los *stakeholders* –prevista en la ley de forma escalonada- y la potencial participación de todos ellos –en función de las condiciones contractuales que logren establecer en sus correspondientes relaciones con la sociedad- en la definición del contenido del interés social. Sin embargo, dicha noción requiere necesariamente el reconocimiento del carácter dispositivo de las normas que regulan la legitimación activa y pasiva de la acción social de responsabilidad, cuestión que será analizada posteriormente.

2.6. Plazo de prescripción de la acción social de responsabilidad

La cuestión de la determinación del plazo de prescripción de la acción social de responsabilidad ha sido discutido en la doctrina y jurisprudencia española y no se consolidó una línea jurisprudencial homogénea hasta hace relativamente poco tiempo¹⁰⁹¹. Así, para un sector mayoritario de la jurisprudencia y de la doctrina¹⁰⁹² tradicional, correspondía aplicar a la acción social de responsabilidad el art. 949 CCom, que establece que la acción contra los administradores de sociedades “terminará a los cuatro años a contar desde que por cualquier motivo

¹⁰⁹¹ Concretamente, desde la STS de 20 de julio de 2001 [RJ 2001, 6863].

¹⁰⁹² Desde la opinión expresada por el maestro GARRIGUES, J., *Comentario...*, tomo II, cit., pp. 191 y ss.

cesaren en el ejercicio de la administración”; norma que no habría sido modificada por la legislación societaria¹⁰⁹³.

Otro sector de la jurisprudencia entendía, en cambio, que las acciones sociales de responsabilidad son, en todo caso, acciones de resarcimiento, por lo que les sería aplicable el mismo régimen que a las acciones de responsabilidad reguladas por el art. 1902 CC, que tienen un plazo de prescripción de un año por aplicación del art. 1968.2 CC¹⁰⁹⁴. Otra línea jurisprudencial determinaba la prescripción de las acciones contra los administradores de sociedades en función de la naturaleza contractual o extracontractual de las mismas. En tal sentido, a la acción social de responsabilidad, considerada contractual (relación administrador-sociedad), le correspondería un plazo de prescripción de cuatro años. En cambio, a la acción individual de responsabilidad, considerada de naturaleza extracontractual, se le atribuiría un plazo de prescripción de un año¹⁰⁹⁵.

Finalmente, en el año 2001 el Tribunal Supremo zanjó la discusión considerando aplicable el plazo de 4 años de prescripción del art. 949 CCom¹⁰⁹⁶; doctrina que actualmente puede considerarse asentada¹⁰⁹⁷.

¹⁰⁹³ Así: STS de 22 de junio de 1995 [RJ 1995, 5179]; SAP Zaragoza de 10 de febrero de 1997; SAP Barcelona de 29 de octubre de 1997.

¹⁰⁹⁴ Véase: STS de 21 de mayo de 1992 [RJ 1992, 4274]; SAP Madrid de 6 de septiembre de 1996; STS de 31 de enero de 2001 [RJ 2001, 534].

¹⁰⁹⁵ Así: STS de 11 de octubre de 1991 [RJ 1991, 8230] y STS de 21 de mayo de 1992 [RJ 1992, 4274].

¹⁰⁹⁶ Véase la STS de 20 de julio de 2001 [RJ 2001, 6863].

¹⁰⁹⁷ Véase, por ejemplo, recientemente: STS de 22 de diciembre de 2005 [RJ 2006, 1216]; STS de 9 de marzo de 2006 [RJ 2006, 1072]; STS de 3 de julio de 2008 [RJ 2008, 4366], comentada en el trabajo de MOYA BALLESTER, J., “El plazo de prescripción aplicable a la acción individual de responsabilidad de administradores de sociedad de capital (Comentario a la STS de 3 de julio de 2008)”, en *RdS*, nº 33, 2009, pp. 279 y ss.; STS de 11 de noviembre de 2008 [RJ 2008, 5910].

3. *OPTING OUT* DEL RÉGIMEN LEGAL DE RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES

Seguidamente, se evaluará la posibilidad de pactar contractualmente (*opt out*) mecanismos de responsabilidad con una estructura y condiciones distintas a las legalmente previstas. Es decir, no se tratará ya de evaluar la más difícil posibilidad de que las partes involucradas puedan pactar la exclusión de la responsabilidad por incumplimiento de los deberes fiduciarios –cuestión analizada en apartados anteriores y, por cierto, reconocida por el Derecho positivo de varios estados de EEUU para el caso del deber de diligencia-, sino, más modestamente, de considerar si las características específicas de dicho régimen legal pueden ser modificadas en el caso concreto para que se adecue mejor a las dimensiones, las necesidades e intereses subjetivos de cada sociedad.

Sin perjuicio de las eventuales críticas, de forma y de fondo, que ha merecido el régimen legal de responsabilidad de los administradores, la doctrina mayoritaria ha coincidido en señalar su carácter marcadamente imperativo, no admitiendo que pactos privados suscritos por los sujetos involucrados en la empresa societaria se separen de la regulación prevista legalmente¹⁰⁹⁸, limitándose, en su caso, a recomendar la introducción de oportunas modificaciones en la legislación¹⁰⁹⁹.

¹⁰⁹⁸ Véase, por todos: URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J, *Curso...*, cit., p. 985, quienes consideran que el sistema de responsabilidad es de orden público; ALONSO ESPINOSA, F., “La responsabilidad civil del administrador de sociedad de capital en sus elementos configuradores”, en AA.VV., *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, tomo I, Marcial Pons, Madrid, 2007, pp. 74 y ss., quien afirma categóricamente que “no existe discusión sobre el carácter *imperativo* del régimen de las especialidades de la responsabilidad civil del administrador” establecido en la LSA, actualmente LSC; QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La responsabilidad de los administradores”, cit., pp. 1692-1693, quien entiende que se trataría de una responsabilidad imperativa, que no admitiría margen alguno para la disponibilidad, ni para excluirla ni para flexibilizarla; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., GARCÍA-PITA, D. y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, A., “Responsabilidad de los administradores de sociedades de capital...”, cit., p. 12, quienes consideran imperativa la totalidad del régimen de responsabilidad de administradores y que sería pacífico en doctrina que cualquier modificación estatutaria del régimen (limitación de las causas o supuestos, renuncia previa, establecimiento de régimen alternativo de cargas de la prueba, mecanismos de responsabilidad por resultados, mayorías cualificadas, etc.), carecería de validez; DÍAZ ECHEGARAY, J.L., *Deberes y responsabilidad de los administradores...*, cit., pp. 334-335,

La ley, desde esta perspectiva, establece un régimen imperativo dirigido a lograr la moralización y control preventivo de los administradores de acuerdo a criterios objetivos, y a reforzar las posibilidades de resarcimiento de los perjudicados por la actuación antijurídica del administrador¹¹⁰⁰. No se admiten cláusulas estatutarias, o de cualquier otro tipo, que modifiquen las condiciones establecidas en la ley societaria¹¹⁰¹. El pacto en contrario, sin embargo, no sería para la doctrina nulo de pleno derecho, sino simplemente inoponible a la sociedad. Ante eventuales acciones sociales de responsabilidad, dichos pactos no tendrían ningún efecto como defensa ante el ejercicio de acciones por parte de la sociedad. En el mejor de los casos, se trataría de modificar, a través del proceso legislativo correspondiente, el régimen legal de responsabilidad con el objetivo de “perfeccionarlo”, sin admitir la disposición del mismo por parte de los sujetos involucrados.

quien señala que la doctrina española sostiene de manera “prácticamente unánime” que el régimen de responsabilidad legal no puede ser modificado por los estatutos, en la medida que formaría parte de los principios configuradores del tipo social.

En el mismo sentido, la STS de 30 de diciembre de 1997 [RJ 1997, 9192], señala que la “responsabilidad de los administradores tiene su origen en una obligación *ex lege* y, por ello, un aspecto de institución de orden público o derecho necesario, que no puede soslayarse mediante artificios estatutarios”.

¹⁰⁹⁹ Así, por ejemplo: QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La responsabilidad de los administradores”, cit., p. 1718, señala que la aplicación del mismo porcentaje de minoría a todos los tipos societarios generaría notorias disfunciones y recomienda que una futura reforma legal diversifique la noción cuantitativa de minoría y la configure escalonadamente; ESTEBAN VELASCO, G., “La administración de la sociedad de capital”, en *RdS*, nº 36, 2011, p. 168, advierte que resultaría oportuno revisar el régimen de la legitimación para el ejercicio de la acción social de responsabilidad por parte de la minoría, reduciendo el porcentaje o, incluso, atribuyendo legitimación al socio individual.

¹¹⁰⁰ Cfr.: ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador...*, cit., p. 20, quien advierte que se perseguiría “instaurar un *modelo social de regulación de la responsabilidad civil del administrador* dada la trascendencia social de esta actividad en el contexto de un sistema económico de mercado”.

¹¹⁰¹ *Ibidem.*, p. 29.

3.1. Debilidad de los fundamentos jurídicos ofrecidos para justificar la imperatividad del régimen legal

La imperatividad del régimen legal de responsabilidad se ha sustentado fundamentalmente en una supuesta “función social” del administrador que lleva a elevar dicho régimen al rango de orden público societario¹¹⁰² y en razones de eficiencia técnica-económica¹¹⁰³. Sin embargo, los mencionados fundamentos no parecen contundentes y constituirían solamente una prueba más de los prejuicios tecnocrático, político y paternalista de la doctrina jurídico-mercantil institucionalista, denunciados oportunamente por PAZ-ARES¹¹⁰⁴. En el mismo sentido, como se ha sostenido en el presente trabajo, los fundamentos expresados por la doctrina tampoco resultarían suficientes porque, en cada caso concreto, los costes de las acciones de responsabilidad de los administradores estructuradas de acuerdo con el modelo legal pueden llegar a ser muy significativos, llegándose incluso a que los costes de cumplir determinadas reglas superen

¹¹⁰² Cfr.: ALONSO ESPINOSA, F., “La responsabilidad civil del administrador...”, cit., pp. 74-75. Señala el autor que los pactos contrarios a la ley deberían considerarse inoponibles a los interesados protegidos por la regulación (sociedad, socios y terceros).

En el mismo sentido la reciente STS de 30 de junio de 2010, [RJ 2010, 5694], señala que el reconocimiento de personalidad jurídica a las sociedades de capital, así como la consiguiente limitación de la responsabilidad por deudas, conllevaría la imposición a los administradores de una serie de deberes cuyos destinatarios serían no sólo los socios, sino también el “orden público económico” y a los terceros que con la sociedad contratan.

¹¹⁰³ Este es el principal argumento planteado, en el ámbito norteamericano, por GORDON, J., “The mandatory structure of corporate Law”, en *Columbia L. Rev.*, vol. 89, 1989, pp. 1549 y ss., quien sostiene que sería un error asumir que la libre contratación lleva necesariamente a la maximización del beneficio y que la existencia de normas imperativas llevaría a mejores contratos y, en definitiva, a mejores resultados.

¹¹⁰⁴ PAZ-ARES, C., “Cómo entendemos y cómo hacemos...”, cit.

Véase también, en el mismo sentido: ROBLES MARTÍN-LABORDA, A., “La limitación estatutaria de la responsabilidad de los administradores sociales frente a la sociedad”, en *RDM*, nº 248, 2003, pp. 688-689.

Véase también, al respecto, los comentarios y respuestas a los argumentos a favor de la imperatividad del ordenamiento societario expuestas por ROMANO, R., “Answering the wrong question: The tenuous case for mandatory corporate laws”, en *Columbia L. Rev.*, vol. 89, 1989, pp. 1599 y ss.

los beneficios que las mismas otorgan¹¹⁰⁵. Como concluyen categóricamente BUTLER y RIBSTEIN, sería un error considerar que las normas que regulan la responsabilidad contractual sean ajenas al terreno de lo negociable contractualmente¹¹⁰⁶.

En el mismo sentido, advierte, en el ámbito del Derecho mercantil español, DE LA CUESTA RUTE, que la empresarial sería una acción esencialmente creativa que continuamente descubre y propone fines y medios innovadores, “sin que nadie tenga la menor legitimación para juzgar acerca de la conveniencia o no en cada caso de dicha creatividad”¹¹⁰⁷. La organización de las acciones de responsabilidad de los administradores de sociedades constituiría, en efecto, un elemento más susceptible de ser diseñado por la creatividad empresarial dentro del proceso de búsqueda de las soluciones más adecuadas a los intereses de los sujetos involucrados, en función de las circunstancias particulares de tiempo, lugar y coyuntura económica a la que se enfrenten los sujetos involucrados.

Con relación, concretamente, al carácter dispositivo de los arts. 236 y ss. LSC (anteriormente 133 y ss. LSA), afirma ROBLES MARTÍN-LABORDA que el principio general de autonomía de la voluntad (art. 1255 CC) preside

¹¹⁰⁵ Cfr.: CHEFFINS, B., “Law, economics and morality...”, cit., p. 31, quien señala que si el análisis económico llevara a afirmar que los costes de las reglas de responsabilidad superan sus beneficios, las partes deberían ser libres para negociar reglas alternativas; en el ámbito español, véase: ROBLES MARTÍN-LABORDA, A., “La limitación estatutaria de la responsabilidad...”, cit., pp. 683 y ss., quien concluye que la inderogabilidad del régimen legal de responsabilidad no estaría “justificada desde el punto de vista tipológico ni claramente establecida desde el punto de vista positivo”.

¹¹⁰⁶ Véase: BUTLER, H. y RIBSTEIN, L. “Opting out of fiduciary duties...”, cit., pp. 70 y ss.

En cierto modo, podría decirse que la particular organización de las acciones de responsabilidad contra los administradores sociales formaría parte del precio del contrato administrador-sociedad. Si se impone una concreta organización de las mismas, podría decirse que se estaría imponiendo parte del precio por el servicio de administración societaria e introduciendo las mismas distorsiones (dificultades para el cálculo económico por ausencia de precios fieles a la realidad del mercado, inducción a errores de inversión, despilfarro de bienes económicos, etc.) que se le atribuyen al sistema político socialista como régimen que pretende planificar la sociedad “desde arriba”. Al respecto: MISES, L., *La acción humana*, cit., pp. 698 y ss.; HAYEK, F., *The fatal Conceit...*, cit.

¹¹⁰⁷ DE LA CUESTA RUTE, J.M., “La publicidad y el sistema económico constitucionalizado”, cit., p. 25.

el ordenamiento jurídico privado español y se proyecta sobre el ámbito societario¹¹⁰⁸. En consecuencia, si bien es cierto que no existe norma positiva alguna que establezca la presunción general de imperatividad o disponibilidad de las normas, cuando no resulte evidente el carácter imperativo, debería tenerse en cuenta que la autonomía de la voluntad es el principio general. Es decir, dicho principio debería ser adoptado como criterio general de interpretación, en la medida en que las normas jurídicas deben ser interpretadas en la forma que resulte más ajustada al principio general. Desde esta perspectiva, la regulación legal imperativa sólo debería extenderse a lo estrictamente necesario para establecer las condiciones mínimas necesarias (bien común) que garanticen la protección de la libertad de los diferentes agentes económicos en la inversión de su tiempo y/o capital para el desarrollo de sus proyectos empresariales. En tal sentido, como se ha señalado, las sociedades-empresas deberían estar legitimadas para disponer de toda regulación legal (*opt out*), salvo que existan razones significativas para sostener que la legislación imperativa es necesaria para proteger la libertad de contratación de los diferentes *stakeholders*¹¹⁰⁹. Tales condiciones no se presentan en el ámbito de la regulación de la acción social de responsabilidad prevista en los arts. 236 y ss. LSC.

No cabe presumir que, en todo caso, la modificación del régimen se traducirá en un perjuicio a terceros. Dependerá del poder de negociación de cada parte. Podrá ocurrir que la modificación termine siendo más beneficiosa para los terceros que el régimen legal o que, a cambio de la modificación del régimen de responsabilidad, se obtengan ventajas particularmente valiosas para la sociedad¹¹¹⁰.

Por lo demás, los intereses de los terceros –argumento usualmente utilizado para fundamentar la imperatividad del ordenamiento positivo- no deberían valorarse para determinar si una norma debe ser considerada

¹¹⁰⁸ ROBLES MARTÍN-LABORDA, A., “La limitación estatutaria de la responsabilidad...”, cit., p. 695.

¹¹⁰⁹ Cfr.: RIBSTEIN, L., “Liberty and Disclosure...”, cit. Según este autor, no toda regulación restringiría la libertad empresarial. Así, por ejemplo, la regulación que promueve la transparencia de información (*disclosure*) defendería la libertad, no la limitaría.

¹¹¹⁰ Cfr.: ROBLES MARTÍN-LABORDA, A., “La limitación estatutaria de la responsabilidad...”, cit., p. 710.

imperativa o no, sino para analizar la validez de la modificación pactada en cada caso concreto¹¹¹¹. Además, en el ámbito de la acción social de responsabilidad no resultaría aplicable el argumento de la protección de los intereses de terceros, en la medida en que la misma se dirige a proteger el interés de la sociedad, no siendo su objetivo proteger directamente los intereses de terceros¹¹¹². Por otra parte, tampoco resultaría admisible el también repetido argumento de los “principios configuradores del tipo” (el régimen legal de responsabilidad formaría parte de la esencia misma del tipo societario), ya que el régimen de responsabilidad no constituye un elemento diferenciador de los diferentes tipos sociales¹¹¹³, sino solamente un mecanismo establecido para exigir la responsabilidad del administrador que incumple su contrato con la sociedad.

Por lo demás, como acertadamente ha señalado la doctrina mayoritaria española anteriormente referida, la regulación societaria de la responsabilidad es manifiestamente revisable¹¹¹⁴. Siendo coherente con dicha afirmación, se debería aceptar que las partes involucradas puedan separarse contractualmente de dicha normativa –imperfecta- con el objetivo de evitar los eventuales perjuicios que la aplicación de la misma podría

¹¹¹¹ Cfr.: ROBLES MARTÍN-LABORDA, A., “La limitación estatutaria de la responsabilidad...”, cit., pp. 697-698, quien explica que la declaración de validez de la exclusión de la ley aplicable del art. 6.2 CC se refiere a la derogación de normas dispositivas. En todo caso, agrega, la protección de los intereses de terceros tendría cierto fundamento en el ámbito de las grandes sociedades, pero definitivamente no sería aplicable a las de dimensiones reducidas (la mayoría de las sociedades de capital).

¹¹¹² ROBLES MARTÍN-LABORDA, A., “La limitación estatutaria de la responsabilidad...”, cit., p. 698.

¹¹¹³ *Ibidem*, pp. 703-704, según la definición de principios configuradores aportada, entre otros, por EMBID IRUJO, J.M. y MARTÍNEZ SANZ, F., “Libertad de configuración estatutaria en el Derecho español de sociedades de capital”, en *RdS*, nº 7, 1996, pp. 22-23”. Explica ROBLES MARTÍN-LABORDA que los principios configuradores, en todo caso, deberían ser utilizados para integrar las lagunas del derecho positivo, no para interpretar las ya previstas. Estando regulada expresamente la responsabilidad, corresponde la interpretación de las normas, no su integración o sustitución por los principios para limitar la autonomía de la voluntad.

¹¹¹⁴ ALONSO ESPINOSA, F., “La responsabilidad civil del administrador...”, cit. pp. 74 y ss.; QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La responsabilidad de los administradores”, cit., p. 1718; ESTEBAN VELASCO, G., “La administración de la sociedad de capital”, en *RdS*, nº 36, 2011, p. 168.

ocasionar. Como se advirtió anteriormente, no se trataría ya de discutir la posibilidad de que los administradores sean, *a priori*, liberados de su responsabilidad por incumplimiento de los deberes fiduciarios –como ocurre en varios estados de EEUU con el deber de diligencia¹¹¹⁵–, sino de que, por lo menos, los socios estén autorizados a modificar contractualmente las condiciones de las acciones de responsabilidad a las que se verán sometidos los administradores negligentes y/o desleales. Por ejemplo, la legitimación activa y pasiva, los presupuestos necesarios para su ejercicio, las cargas probatorias, etc.

En función de las características de cada proyecto empresarial y de la influencia que cada *stakeholder* tenga en el desarrollo del mismo, resultará conveniente uno u otro régimen de responsabilidad de sus administradores. No parecería razonable entonces imponer un régimen legal igual para sociedades completamente diferentes¹¹¹⁶. Así, por ejemplo, en sociedades en las que los trabajadores gocen de un poder, una influencia y riesgo de empresa significativos, debería admitirse que los mismos puedan negociar con los demás *stakeholders* –en particular, con los *shareholders*– su legitimación activa directa (no solamente subsidiaria, de primer o segundo grado) para ejercitar la acción social de responsabilidad contra los administradores negligentes o desleales.

A esta conclusión, sin embargo, solo podría llegarse si se acepta, como se propone en el presente trabajo, que todos los *stakeholders* puedan –

¹¹¹⁵ En España, por su parte, resultan admisibles los seguros de responsabilidad de los administradores, los que, en cierto modo, podrían llevar a sostener (fundamentalmente cuando es la propia sociedad administrada quien asume el pago de la póliza) la posibilidad de librar de responsabilidad, en forma indirecta, al administrador. Véase: FERNÁNDEZ DEL MORAL, J., *El seguro de responsabilidad civil de administradores y altos directivos de la sociedad anónima (Póliza D&O)*, Granada, 1998; BAILLO, J., “El aseguramiento de la responsabilidad civil de los administradores: especial referencia al problema del dolo como excepción oponible o inoponible”, en AA.VV., *Derecho de sociedades. Libro homenaje al profesor Sánchez Calero*, tomo II, cit., pp. 1263 y ss.; RONCERO SÁNCHEZ, A., “El seguro de responsabilidad civil de los administradores”, en *InDret*, nº 1/2005; PÉREZ CARRILLO, E., *El aseguramiento de la responsabilidad de los administradores y altos ejecutivos sociales*, Marcial Pons, Madrid, 2005.

¹¹¹⁶ Así lo reconoce el propio QUIJANO GONZÁLEZ, J., “La responsabilidad de los administradores”, cit., p. 1718.

mediante la libre negociación contractual- llegar a formar parte de la sociedad-empresa y que, como tales, compongan (de acuerdo con la concepción contractual-dinámica propuesta) el contenido material del interés social. La red de contratos (*nexus of contracts*) que conforma la sociedad de capital daría lugar, en cada sociedad, a un interés social particular y distinto, susceptible de cambios en el tiempo (carácter dinámico) por la aparición de nuevas relaciones contractuales y la variación en las coyunturas micro y macroeconómicas reflejadas en los vínculos contractuales¹¹¹⁷.

Dicho interés social concreto llevará, entre otras cuestiones, a organizar mecanismos de control de los administradores diversos en función del peso que cada *stakeholder* tenga en la definición del interés social de la sociedad concreta. En el mismo sentido, resultaría razonable admitir que los sujetos de dichas relaciones contractuales libres pudieran diseñar, del modo que entiendan más conveniente a su interés, las acciones sociales de responsabilidad, dirigidas a resarcir el daño ocasionado por los administradores al interés social.

Así, en una sociedad en la que los accionistas tuvieran el mayor poder en función del riesgo que asumen, se tenderá a estructurar acciones de responsabilidad en las que ellos concentren la legitimación para ejercitar y disponer de las acciones. En otras, en las que los acreedores financieros gocen de un poder de negociación más significativo, se tenderá –como un elemento más en la negociación contractual- a otorgarles legitimación directa para ejercer las acciones. Podrá ocurrir también que, en determinadas sociedades de capital, el factor trabajo sea particularmente valioso y, en tal sentido, de la negociación contractual surja la posibilidad de que los representantes de los trabajadores puedan ejercitar directamente la acción social. El ordenamiento positivo debería admitir todas las mencionadas posibilidades para evitar transformarse en un obstáculo para el desarrollo exitoso de los proyectos empresariales societarios.

¹¹¹⁷ Así, por ejemplo, los cambios en la oferta o la demanda de trabajo afectarían las relaciones contractuales de los empleados de la sociedad; una mala cosecha podría elevar el precio de la materia prima que utiliza la sociedad y modificar las relaciones contractuales con sus proveedores; etc.

De lo contrario, habría que concluir que la legislación societaria vigente, desde una evidente perspectiva institucionalista, pretendería ingenuamente gozar de la capacidad para establecer un sistema equilibrado entre los diferentes *stakeholders*, a través de un sistema de legitimación subsidiaria en “cascada”, que, si bien podría llegar a resultar eficaz para algunas sociedades, necesariamente, no lo sería para otras. Sostener que el legislador es capaz de prever un régimen adecuado –justo, eficiente, equilibrado- para todos los casos es caer en el ya denunciado “prejuicio tecnocrático”, que considera al modelo legal una máquina jurídica perfecta, convicción completamente apartada de la realidad. Afirmar que los propios sujetos involucrados son incapaces de estructurar mecanismos eficientes y equilibrados ajustados a sus propios intereses subjetivos sería incurrir en el también denunciado “prejuicio paternalista”. Promover, a través de la ley, la posición de algunos *stakeholders* en perjuicio de otros, sería recalar en el también aludido corporativismo¹¹¹⁸.

Finalmente, defender que en el ámbito societario hay partes débiles absolutamente ineptas e indefensas que deben ser protegidas por la ley para evitar los seguros abusos de los más poderosos llevaría, en muchos casos, a perjudicar incluso a aquellos a los que se pretendía proteger. En efecto, el establecimiento, por ejemplo, de un régimen legal obligatorio de legitimación subsidiaria de los accionistas minoritarios (art. 239 LSC) priva de negociar contractualmente mejores condiciones –por ejemplo, reduciendo el mínimo de 5% de capital que exige la ley o aceptando mayores porcentajes a cambio de otros derechos que subjetivamente interesan más a dichos accionistas minoritarios- a unos y a otros. La imposición provoca, en última instancia, que muchos proyectos empresariales no lleguen a concretarse, perjudicando más a quienes tienen su riesgo más concentrado

¹¹¹⁸ Cfr.: ARIÑO ORTIZ, G., *Principios constitucionales de la libertad de empresa...*, cit., p. 132, quien advierte que entre las dimensiones del principio de libertad de empresa, constitucionalmente protegido, estaría la libertad de organización del empresario y una intervención de la mencionada dimensión implicaría utilizar la planificación con fines de protección de un determinado sector frente a otro. Explica el autor (Ibídem, p. 81) que sería un grave error atribuir al Estado la misión de “solucionar” los pretendidos problemas entre agentes económicos -los que en realidad sería cuestiones de competencia-, extendiendo su manto protector sobre los menos favorecidos. No debería pretenderse convertir al Estado en una suerte de “alocado bombero al que se pide que apague continuamente nuevos incendios que en realidad forman parte de la evolución y el cambio social en una economía libre”.

(trabajadores, pequeños inversores, etc.) que a quienes, a simple vista, parecen sufrirlo más significativamente (los accionistas mayoritarios).

3.2. Aplicación del principio *comply or explain*

Como se advertía en apartados anteriores, la principal función del ordenamiento positivo –sin ser imperativo– debería ser la orientación e información de las partes involucradas, constituyéndose en una valiosa herramienta para evitar los posibles abusos que, efectivamente, pueden producirse en los procesos de negociación contractual societaria. En tal sentido, en cumplimiento de los deberes de buena fe e información inherentes a la relación contractual¹¹¹⁹, podría resultar aplicable, también en el ámbito de la responsabilidad de los administradores, el principio general de gobierno corporativo *comply or explain*¹¹²⁰. Desde esta perspectiva, las partes estarían solamente obligadas a organizarse y a estructurar contractualmente las acciones de responsabilidad de los administradores en los términos establecidos en la legislación (en el caso español, arts. 236 y ss. LSC) o, en su defecto, explicar al mercado las razones que justifican la separación, por pacto contractual expreso de las partes interesadas, de las soluciones aportadas por la ley. La solución propuesta salvaría, a un tiempo, el derecho constitucional de libertad empresarial de los diferentes agentes económicos (art. 38 CE¹¹²¹) y la protección de los sujetos en condiciones

¹¹¹⁹ Sobre la necesidad de la obligación de información en el ámbito de las sociedades cotizadas, desde la perspectiva del análisis económico del Derecho, véase EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., “*Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*”, en *Virginia L. Rev.*, vol. 70, 1984, pp. 669 y ss.

¹¹²⁰ Como advierte RIBSTEIN, L., “*Liberty and disclosure...*”, cit., la legislación debería tener por objetivo lograr la transparencia de información, más que proveer normas sustanciales de conducta u organización.

En el mismo sentido, a favor de un gobierno corporativo libre pero sometido a la obligación de transparencia (*disclosure*), véase: INDIRA ANAND, A., “*An analysis of enabling vs. mandatory corporate governance...*”, cit., pp. 229 y ss., quien sostiene que un régimen dispositivo acompañado del deber imperativo de informar tendría mejores resultados, a menor coste, que los regímenes rígidamente imperativos.

¹¹²¹ Al respecto, véase: DE LA CUESTA RUTE, J.M., “*La publicidad y el sistema económico constitucionalizado*”, cit., pp. 4 y ss., quien señala que el art. 38 CE prevé la preferencia del sistema de mercado sobre otros sistemas de coordinación de la actividad empresarial y remitiéndose a las nociones de empresa aportadas por KIRZNER, I., *Competencia y empresarialidad*, Unión Editorial, Madrid, 1998, que la libertad de empresa supone la

desfavorables garantizando un más adecuado acceso a la información relevante a sus intereses¹¹²².

3.3. Posibles criterios para la determinación del contenido del régimen legal

Sin necesidad de ser cerradamente imperativa, la legislación societaria mantendría una importancia e influencia decisiva para el buen desarrollo de los proyectos empresariales societarios¹¹²³. Por tal motivo resulta indispensable que la misma se inspire en los adecuados principios generales del Derecho privado (buena fe, dar a cada uno lo suyo, no hacer daño a terceros) y, principalmente, en la costumbre mercantil aplicable a cada caso y no en los criterios de justicia distributiva del legislador. Seguidamente, se exponen algunos criterios que, desde las ideas aportadas en el presente trabajo, podrían inspirar una posible aproximación al régimen normativo de la responsabilidad de los administradores de sociedades de capital por incumplimiento de los deberes fiduciarios, que, de *lege ferenda*, podrían constituirse en parámetro de orientación (cumplir o explicar) de la contratación societaria para los diferentes agentes económicos en ella involucrados.

posibilidad de llevar a cabo los emprendimientos empresariales mediante la función empresarial, entendida como la capacidad humana de descubrir en el mercado –concebido como proceso dinámico- las oportunidades de negocio dirigidas a satisfacer las necesidades de las personas. La función empresarial sería la otra cara de la moneda del “sistema económico de mercado”, cuyo punto de partida sería el reconocimiento de que el conocimiento no es perfecto (como vendría a sostener la visión neoclásica de la economía), sino imperfecto (perspectiva de la escuela austriaca de economía), por lo que se producen desajustes que deben ser solventados a través de la libre acción empresarial.

¹¹²² Sin perjuicio de que, en principio, no estaríamos ante un caso de necesidad de defensa del consumidor (art. 52 CE) como fundamento de la limitación del libre diseño de las relaciones contractuales (art. 38 CE) –en los términos expuestos por la reciente sentencia del TS de 1 de junio de 2010 (nº 401/2010)-, el acceso a la información que brindaría el Derecho positivo, así como la obligación de explicar expresamente las razones que llevan a las partes a separarse de las soluciones que el mismo establece, no haría necesaria su imperatividad.

¹¹²³ Cfr.: INDIRA ANAND, A., “An analysis of enabling vs. mandatory corporate governance...”, cit., p. 244.

En primer lugar, al tratarse de un caso de responsabilidad contractual, la legitimación activa y pasiva de la acción social de responsabilidad debería depender, predominantemente, de las condiciones establecidas en las diferentes relaciones contractuales involucradas (*nexus of contracts*). En tal sentido, deberían gozar de legitimación activa para el ejercicio de la acción social –cuestión a la que la legislación societaria española dedica gran parte del articulado referido a la responsabilidad de los administradores- quienes fueran designados, explícita o implícitamente, en los contratos entre las partes involucradas. Así, tendría que admitirse la libre negociación de la cláusula de legitimación activa para la acción de responsabilidad social como un elemento más del diseño de las relaciones contractuales societarias entre los distintos *stakeholders*.

Establecido lo anterior, corresponde señalar que la labor del legislador, sustentada en las sugerencias de la doctrina mayoritaria, debería consistir en descubrir y articular positivamente las soluciones normativas pactadas por las partes en un contexto ideal sin costes de transacción (criterio de “contratación hipotética”), guiados para ello por las soluciones que aporta la costumbre mercantil en los términos anteriormente señalados, así como por otros elementos inherentes a la institución contractual, entre los que debería incluirse el principio de buena fe contractual, el de dar a cada uno lo suyo –que en el ámbito contractual implica, el riguroso cumplimiento de lo pactado por las partes (justicia conmutativa subjetiva)-, y el de no dañar a terceros (*neminem laedere*). Entendemos conveniente, en tal sentido, de *lege ferenda*, la revisión de la legislación vigente.

Por un lado, en lo que respecta a “cómo entendemos el Derecho de sociedades”¹¹²⁴, para lo que habría que eliminar las prohibiciones expresas de la ley -como la prevista en el art. 238.1 *in fine*, que proscribía que los estatutos establezcan una mayoría distinta a la ordinaria para la adopción del acuerdo que resuelva el ejercicio de la acción de responsabilidad-, a los efectos de garantizar que pueda interpretarse el derecho positivo referido a la responsabilidad de los administradores a la luz del principio *comply or explain* sin mayores obstáculos.

¹¹²⁴ En alusión al renombrado trabajo de PAZ-ARES, C., “Cómo entendemos y cómo hacemos...”, cit.

Por otro lado, en lo concerniente al contenido material del ordenamiento positivo. Así, mientras la enunciación general contenida en el art. 236.1 LSC podría mantenerse, parece conveniente revisar el contenido de los arts. 238 a 240 LSC, referidos, fundamentalmente, a la legitimación activa para el ejercicio de la acción social de responsabilidad. Respecto a la mayoría necesaria para la adopción del acuerdo que resuelve el ejercicio de la acción, no parecen significativas las razones que llevan a establecer explícitamente como solución general la mayoría ordinaria. En todo caso, sería innecesaria la mención, en la medida en que si no se dice nada se aplicarían las reglas generales previstas en la Sección 3ª del Capítulo VII del Título V (arts. 198 y ss.) LSC. Ello, por lo demás, incentivaría a las partes a establecer mayorías menores o mayores de acuerdo con lo que se ajuste mejor a las circunstancias e intereses particulares de cada una de ellas, conciliados y equilibrados contractualmente. En el mismo sentido, correspondería revisar la redacción de las estipulaciones previstas en los numerales 2 y 3 del art. 238 LSC, como vía para incentivar a las partes involucradas, en los términos señalados por EASTERBROOK y FISCHEL¹¹²⁵, a negociar y resolver contractualmente dichos aspectos de la acción, así como informar oportunamente al mercado, facilitándose así el proceso espontáneo de coordinación social.

También debería ser objeto de revisión el régimen legal vigente de legitimación subsidiaria en “cascada” de los accionistas y acreedores para ejercitar la acción social de responsabilidad en defensa del interés social, cuando la sociedad –la Junta- no lo hiciera (arts. 239 y 240 LSC). Resulta cuestionable, a la luz del concepto de interés social propuesto en el presente trabajo, el establecimiento, como solución de principio, de un privilegio a favor de la mayoría de accionistas, en perjuicio de otros *stakeholders* como las minorías de accionistas o los diferentes tipos de acreedores sociales (fundamentalmente los *stakeholders* internos). Si bien es cierto que en la mayor parte de los casos los socios mayoritarios gozan de un poder de negociación superior a los demás *stakeholders* y, en consecuencia, en un contexto ideal sin costes de transacción, lo más probable es que lograsen

¹¹²⁵ Cfr.: EASTERBROOK, F. y FISCHEL, D., “Contract and fiduciary duty”, cit., pp. 446.

pactar la exclusividad para el ejercicio directo de la acción, tal extremo no sería de ocurrencia necesaria.

Sin perjuicio de lo dicho, el sistema de legitimación subsidiaria parece beneficioso a los efectos de evitar la completa inseguridad jurídica y los abusos a que, probablemente, conduciría la ausencia de estipulación general. A tales efectos, podría resultar aceptable, como solución dispositiva – sometida al principio cumplir o explicar- y siempre que la costumbre mercantil así lo aconsejase, un régimen de legitimación subsidiaria, pero sin la exigencia *a priori* de los requisitos que la legislación vigente prevé (por ejemplo, la necesidad del 5% del capital social –art. 239.1 LSC-, el plazo de un mes previsto en el art. 239.2 LSC, la exigencia de insuficiencia del patrimonio social para satisfacer los créditos prevista en el art. 240 LSC), remitiendo tales elementos al diseño contractual o a las normas generales del Derecho Civil.

En definitiva, debería ser el contenido material y formal del interés social contractual-dinámico de cada sociedad particular el elemento central para discernir la legitimación activa y pasiva de la acción social de responsabilidad. La red dinámica de contratos que conforma el interés social de cada sociedad definiría, explícita o implícitamente (contratación hipotética), los sujetos legitimados para ejercitar, en beneficio exclusivo de la sociedad, la acción social de responsabilidad contra sus administradores.

CONCLUSIONES

I

La actual perspectiva contractual-económica del fenómeno empresarial, dominante en el ámbito del Derecho de sociedades anglosajón, de donde proviene la teoría de los *fiduciary duties*, concibe a la empresa como un mero conjunto de contratos y, como consecuencia de ello, tiende a encontrar innecesaria la idea de empresario. Frente a ella, surge otra noción, a nuestro modo de ver más adecuada a la realidad empresarial, que propone rescatar la importancia de la función del empresario en la definición del concepto de empresa. Desde esta perspectiva, la empresa sería, según la terminología *hayekiana* de las instituciones, un “orden planificado”, por contraposición al “orden espontáneo” que constituye el mercado; una organización estructurada con el explícito objetivo de lograr un fin concreto preestablecido.

A diferencia de lo que ocurre en el mercado, en la empresa, la red de contratos que la constituye (*nexus of contracts*) tiene un propósito específico, se ordena a un fin proyectado. El fin de cada empresario y la manera de alcanzarlo (la empresa), serían los elementos esenciales de distinción entre las diversas empresas. En tal sentido, la presencia e incidencia del empresario resulta fundamental para el desarrollo exitoso de cualquier proyecto empresarial. Las empresas, en definitiva, constituyen centros de evaluación de la información o conocimiento que genera continuamente el proceso de mercado. A través de ellas, los empresarios desarrollan las oportunidades de negocio que descubren en el mercado, generando, a su vez, nueva información y oportunidades para otros empresarios. El resultado de las mismas comprobará si los empresarios acertaron en la interpretación de la información brindada por el mercado (ganancia) o incurrieron en error empresarial (pérdida).

II

La sociedad de capital, de naturaleza, a la vez, contractual y organizacional (*bureocratic hierarchy*), es puesta en marcha por un acto jurídico negocial y posteriormente formada –dependiendo de cada caso- por una red dinámica de contratos en la que cooperan diversos *stakeholders*

(accionistas, trabajadores, proveedores, acreedores, etc.), con el objetivo de obtener un fin social específico. Como titular de la empresa (objeto social dirigido a la consecución del fin), la sociedad se constituye en empresario y cumple su función empresarial “estando alerta” para descubrir y desarrollar las oportunidades de negocio que ofrece el mercado (actividad empresarial). Ahora bien, las decisiones societarias a ser adoptadas para el desarrollo de su concreto proyecto empresarial, dependerán de la red de contratos que la conforman, del poder de negociación de cada uno de sus *stakeholders*, no pudiéndose establecer, *a priori*, qué intereses deberán hacerse prevalecer en la definición del “interés social” de cada sociedad de capital, cláusula necesariamente abierta al devenir empresarial en el que continuamente se negocia la incidencia de los diferentes intereses presentes en la sociedad.

III

Al administrador de sociedades se le atribuye la función de actuar discrecionalmente en defensa de dicho “interés social” (en España, art. 226 LSC). Desde su posición contractual-orgánica y como representante de los intereses de la sociedad viene a ser, en efecto, el *nexo* central (al que se referían ALCHIAN y DEMSETZ) con quien cada uno de los *stakeholders* contrata su participación en el proyecto empresarial de la sociedad. Al adoptar las decisiones societarias, los administradores deben cumplir e integrar equilibradamente cada uno de los contratos que constituyen la empresa en vistas a la consecución del fin social, del proyecto empresarial establecido.

En este contexto surge el movimiento de *Corporate Governance* dirigido a recomendar y/o establecer mecanismos que incentiven actuaciones de los administradores de sociedades adecuadas al interés social. Entre dichos mecanismos destaca actualmente la imposición de los deberes fiduciarios generales de diligencia y lealtad (*standards*), así como de las normas específicas derivadas de los mismos (*rules*): prohibición de competencia, deber de no aprovechar las oportunidades de negocio de la sociedad, deber de secreto, etc.

CONCLUSIONES

IV

El análisis de la teoría de los deberes fiduciarios, como instrumento de buen gobierno corporativo, no puede abordarse sin convenir previamente la función que debe atribuirse al Derecho positivo en dicho ámbito, particularmente sensible a los incentivos económicos que eventualmente puede introducir la regulación. Ante el enfrentamiento tradicional entre quienes confieren al Derecho una función ordenadora y quienes le asignan una función meramente facilitadora, considerando las carencias de ambos planteamientos, se considera más adecuada la perspectiva que concede al Derecho positivo (*hard* y *soft Law*) una función orientadora, basada fundamentalmente en el principio “*comply or explain*”, elemento esencial del *Corporate Governance* inglés y, por su influencia, del gobierno corporativo continental europeo.

Dicho principio se deriva del deber de transparencia (*disclosure*) y del principio general de buena fe. Es de carácter instrumental. Es decir que consiste en señalar que las “buenas prácticas” establecidas por el ordenamiento no deben ser indefectiblemente cumplidas (reconociendo que las mismas pueden ser más o menos adecuadas a la realidad de cada empresa en concreto) sino que, en caso de que se opte por no cumplirlas, se explique oportunamente las razones de tal opción. De este modo se procura salvaguardar, a un tiempo, el principio de autonomía de la voluntad – esencial en el ámbito empresarial- y la función informadora y orientadora del Derecho –en cuanto recogería la experiencia exitosa anterior en el ámbito correspondiente (costumbre mercantil)-.

Pues bien, el presente trabajo propone extender la aplicación del principio “*comply or explain*” -originalmente referido exclusivamente al *soft Law* del gobierno corporativo- también al ordenamiento legal que regula la actuación de los administradores de sociedades de capital. La solución propuesta implicaría solamente advertir que las apreciaciones valorativas recogidas por el Derecho positivo societario deberían constituir una articulación positiva de la costumbre mercantil y que, como tales, deben tener semejante alcance: cumplir o explicar. Sin perjuicio de ello, se reconoce que, en ciertos casos, podría llegar a resultar apropiado el establecimiento de *mandatory rules* (por el tiempo y extensión que la prudencia y el principio de subsidiariedad aconsejen), dirigidas a promover

el acceso a la información de las partes contractuales con más dificultades para ello, procurando evitar situaciones de abuso en la contratación; y/o a proteger la esfera jurídica de terceros, no directamente intervinientes (y, en consecuencia, imposibilitados de protegerse personalmente) en las relaciones contractuales (externalidades negativas).

V

Con respecto a la dimensión ética del gobierno corporativo, se concluye que deben distinguirse las funciones y fines de cada uno de los ordenamientos. Por un lado, la ética, en el ámbito del gobierno corporativo, se dirige a establecer la bondad o maldad de la actuación específica de los administradores en función de una serie de valores preestablecidos. El objetivo del Derecho, ciertamente más modesto, sería en cambio, que se “dé a cada uno lo suyo” (justicia), así como preservar las condiciones mínimas indispensables para que cada persona pueda desarrollarse libremente (bien común). Los preceptos éticos, a diferencia de los jurídicos, no tendrían alcance coercitivo. La ética no puede imponerse. En consecuencia, en el ámbito corporativo, su mayor esfuerzo debería centrarse en la etapa pre-contractual, en la que las partes involucradas se encuentran en condiciones de evaluar las condiciones de contratación, teniendo en cuenta diversos criterios, entre los que se encuentran los éticos. En tal sentido, parece fundamental el desarrollo teórico y la adecuada explicación de los “beneficios” de las prácticas éticas de gobierno corporativo, a los efectos de que los diversos agentes involucrados en el ámbito societario (socios mayoritarios, administradores, inversores, trabajadores, etc.) puedan valorarlas y adoptarlas en el momento de vincularse contractualmente a la sociedad de capital.

VI

Con relación a la cláusula de interés social, erigida en directriz básica del comportamiento debido por los administradores e instrumento esencial de interpretación e integración de sus deberes fiduciarios, se constata el tradicional enfrentamiento de los paradigmas institucionalista y contractualista, en sus diversas manifestaciones. Frente a la formulación moderna de dicho enfrentamiento (responsabilidad social corporativa *versus* creación de valor para el accionista), se propone explorar la posibilidad de

CONCLUSIONES

adoptar una noción *contractual-dinámica* de interés social, capaz de rescatar las aportaciones valiosas de los paradigmas en pugna y, al mismo tiempo, superar las carencias que en los mismos se han encontrado.

Desde esta perspectiva, deberá admitirse que sean los propios sujetos involucrados en cada empresa societaria (accionistas, acreedores financieros, trabajadores, proveedores, consumidores, etc.), quienes libremente, según su capacidad de negociación y demás criterios empleados al momento de contratar su vinculación a la sociedad, establezcan el contenido material del interés social. Será labor del administrador interpretar e integrar equilibradamente la red de contratos que conforman la empresa societaria a los efectos de adoptar decisiones adecuadas al interés social.

VII

La labor discrecional de los miembros del órgano de administración consistirá en adoptar las decisiones que mejor equilibren las relaciones contractuales que conforman la empresa societaria. Solamente las condiciones contractuales de dicha red de contratos son capaces de brindar al administrador las orientaciones objetivas a las que se refiere el Informe OLIVENCIA, para la adopción de las decisiones societarias. No sería, en consecuencia, función del legislador establecer, de forma general e imperativa, el contenido material de la cláusula de interés social. Entre otras razones, porque no debe buscarse la sabiduría superior en las resoluciones de la mayoría parlamentaria, caracterizada muchas veces –como sucede con la definición de interés social ofrecida por la legislación societaria española– por ser el resultado de transacciones meramente políticas que nadie sostiene directamente.

El concepto de interés social no resultaría definible de una manera concreta, acabada y definitiva, *a priori*, sino que resultaría de la interpretación que, en cada caso concreto, se realice de los contratos en juego. La cláusula de interés social vendría a atribuir a los administradores la discrecionalidad necesaria para interpretar fiduciariamente el resultado de la coordinación de intereses que introduce la red de contratos que constituye la empresa societaria.

En tal sentido, el interés de la sociedad deberá ser necesariamente dinámico, porque variará en función del tipo de decisión, de los sujetos implicados en ella, de la red de contratos en continua expansión que conforma la empresa, de la coyuntura micro y macroeconómica y, en definitiva, de lo que en cada caso convenga al óptimo desarrollo del objeto social (empresa) en consecución del fin. Es decir que, dentro de los parámetros objetivos establecidos por la *causa societatis* (objeto y fin social) y a la luz de ellos, el interés social constituye una cláusula de contenido variable, prevista como instancia de mediación en caso de conflictos entre los grupos de interés relevantes en cada cuestión a ser resuelta y para la integración en caso de las inevitables lagunas contractuales.

VIII

La formulación contractual-dinámica propuesta reconoce la necesidad de que el interés social provea al administrador de elementos objetivos, indispensables para que la cláusula pueda funcionar adecuadamente como criterio orientador de decisiones. Sin embargo, dichos elementos objetivos no estarían definidos *a priori* para todos los casos (como propone la perspectiva contractualista de “creación de valor para el accionista”), sino que dependería de la red de contratos que, en cada caso, conforme la sociedad. Ciertamente, el interés social constituiría una “cláusula de integración contractual”, pero no sólo del original contrato de sociedad entre los socios capitalistas, sino de la red de contratos que conforma la empresa societaria. Dicha integración, no necesariamente deberá inspirarse en el criterio de “creación de valor para el accionista”, sino en los criterios que, efectivamente, hubieran inspirado a las partes de los contratos a ser integrados.

Por lo demás, ante la ausencia de elementos explícitos o implícitos, el criterio que, en todo caso, debería inspirar las decisiones adecuadas al interés social como cláusula de integración contractual, debe ser el de las expectativas reales de las partes. Éstas no deben buscarse más que en “lo acostumbrado” en el ámbito mercantil determinado. En efecto, como ha señalado BUCHANAN, el *implicit contracting*, basado exclusivamente en el criterio de eficiencia económica, contradice la esencia de la teoría contractualista porque restringe la libertad empresarial, al tiempo que, como

CONCLUSIONES

advierte COFFEE, puede acabar en flagrantes injusticias, en la medida en que se aparta de la realidad práctica.

IX

En el mismo sentido, se concluye que la determinación de la legitimación para la adopción de decisiones societarias que afecten el interés social (aspecto formal del concepto), debe estar abierta a la libre negociación de los *stakeholders* en cada sociedad de capital. De *lege ferenda*, en España, esta solución podría implementarse a través de la interpretación de la regulación legal de la cuestión (art. 214 LSC), según el principio “*comply or explain*”. En efecto, la única manera de hacer compatible la noción de sociedad de capital como *nexus of contracts* y una definición normativa específica de interés social es reconociendo la no imperatividad de dicha norma; esto es, que pueda ser renunciada *ex ante* por las partes, mediante pacto contractual explícito.

X

La formulación contractual-dinámica de interés social propuesta lleva a constatar, además, las carencias atribuibles a las diversas aproximaciones doctrinales que, fundamentalmente en el ámbito jurídico anglosajón, se han ofrecido para explicar la naturaleza de la relación jurídica fiduciaria que vincula al administrador con la sociedad de capital: “*moral approach*”, “*principal-agent approach*” y “*wealth maximizing approach*”.

Desde la perspectiva del presente trabajo, lo relevante para definir la relación jurídica fiduciaria no serían los valores concretos recogidos en la misma (como parece ser el criterio de las aproximaciones criticadas), sino el “modo” en que se deben cumplir dichos valores, contractualmente definidos en cada caso concreto. Dicho modo de cumplir con las obligaciones contractuales, que constituyen los deberes de diligencia y lealtad de los administradores, sería una manifestación del deber de buena fe contractual, implícitamente comprendido en toda relación contractual. En definitiva, los deberes fiduciarios implicarían el cumplimiento de buena fe del interés social que surge de la red de contratos que conforman la empresa societaria, sin resultar relevante, *a priori*, el contenido concreto de los mismos.

La noción de deberes fiduciarios no implicaría necesariamente la existencia de una relación de confianza entre el administrador y la sociedad, así como tampoco especiales requerimientos de moralidad, más allá de los mínimos exigidos por el principio de buena fe contractual. En tal sentido, no existiría un *status* fiduciario pre-establecido, objetivo, ajeno o independiente a los contratos entre las partes involucradas. Los deberes fiduciarios se derivan de la relación contractual. No son el resultado de una imposición externa del ordenamiento positivo.

En el mismo sentido, la naturaleza de la relación fiduciaria administrador-sociedad, no se encuentra necesariamente vinculada al criterio de maximización del beneficio. La fuente primaria de los deberes, así como los criterios para integrarlos, deben encontrarse en la relación contractual específica. Subsidiariamente, para su integración podría recurrirse al *hard* y *soft Law*. Sin embargo, para evitar posibles efectos distorsionantes, tales fuentes normativas deberían procurar inspirarse en lo que, en general, responde a las expectativas razonables de las partes, esto es, la costumbre mercantil; no en criterios subjetivos de justicia distributiva del legislador o de eficiencia económica.

XI

Los deberes fiduciarios generales de diligencia y lealtad como expresiones, en el ámbito societario, del deber de buena fe contractual, son esenciales al contrato administrador-sociedad y, en consecuencia, indisponibles. En efecto, de la naturaleza contractual de los deberes fiduciarios no puede inferirse la absoluta disponibilidad de los mismos. En el mismo sentido en que el deber de buena fe es condición necesaria para la existencia del contrato, los deberes fiduciarios como concreción de dicho deber en la relación contractual específica administrador-sociedad, también lo serían. No se trataría de afirmar una moralización de los deberes fiduciarios, sino simplemente de advertir que el *opt out* de los estándares generales de diligencia y lealtad implicaría dejar el cumplimiento del contrato al arbitrio de una de las partes (art. 1256 CC).

Ahora bien, distinta sería la cuestión de la disponibilidad de las normas que pretenden establecer concreciones específicas de los estándares generales (deberes fiduciarios de segundo grado; en España, arts. 227 y ss.

CONCLUSIONES

LSC). Se trata de un problema vinculado pero distinto al de la posibilidad de separarse contractualmente de los deberes generales (diligencia y lealtad). Mediante las *rules* se procura minimizar las posibilidades de incumplimiento de los *standards* o se establecen modos concretos de actuar leal o diligentemente. Sin embargo, la modificación de las *rules* no afectaría el deber de buena fe ni la esencia de la relación contractual. Así, por ejemplo, admitir contractualmente que el administrador aproveche las oportunidades de negocio de la sociedad no implica dejar el contrato a su arbitrio. En definitiva, no habría razones para sostener la imperatividad de las reglas legales derivadas de los estándares generales de diligencia y lealtad.

La articulación de las mencionadas *rules* cumplirían, no obstante, una función orientadora de los sujetos que se enfrentan a la contratación fiduciaria. Informarían a los sujetos involucrados acerca de las reglas que han demostrado ser adecuadas por la experiencia anterior y que, como consecuencia de ello, han sido adoptadas generalmente (costumbre mercantil). Como consecuencia, las normas que consagran los deberes fiduciarios de segundo grado, en cuanto expresiones positivas de la costumbre mercantil, deberían ser observadas de acuerdo al principio “*comply or explain*”, interpretación que, por lo demás, contribuiría al continuo proceso de perfeccionamiento de las *rules* como mecanismos tendentes al cumplimiento diligente y leal de la función de administrar.

XII

El instrumento procesal legalmente previsto para exigir la responsabilidad de los administradores por incumplimiento de los deberes fiduciarios es la acción social de responsabilidad (arts. 236 a 240 LSC). Dicha acción judicial tiene una función eminentemente resarcitoria. Su objetivo es la reparación del daño ocasionado, entre otros posibles presupuestos, por la actuación negligente y/o desleal del administrador.

Considerando la naturaleza contractual de los deberes fiduciarios, la acción de responsabilidad por su incumplimiento debe ser considerada de naturaleza contractual. En consecuencia, la acción directa prevista en el art. 241 LSC (acción individual de responsabilidad), reservada exclusivamente para la responsabilidad extracontractual de los administradores, no resulta

admisibles para la exigencia de responsabilidad por incumplimiento de dichos deberes. La acción social sería, pues, el exclusivo instrumento procesal disponible para la exigencia de responsabilidad por el incumplimiento de los deberes fiduciarios.

Para que la sociedad pueda obtener la reparación por el daño ocasionado por la actuación negligente o desleal del administrador deben resultar acreditados los presupuestos generales de la responsabilidad civil contractual: i) actuación antijurídica (incumplimiento de los deberes fiduciarios explícita o implícitamente comprendidos en el contrato administrador-sociedad); ii) culpa, con las especificidades establecidas por la legislación societaria relativas a la solidaridad y las cargas probatorias (art. 237 LSC); iii) daño; y iv) nexo causal.

Se encuentran legitimados pasivamente los administradores formalmente designados, así como los administradores de hecho, entre los que debe incluirse a todos los denominados *decisionmakers* (todos aquellos que sin ostentar formalmente el cargo de administrador, ejercen efectivamente sus funciones). Con relación a la legitimación activa para el ejercicio de la acción social de responsabilidad, la legislación societaria (arts. 238 a 240 LSC) prevé un régimen de legitimación escalonada o en cascada en el que la sociedad goza de la legitimación directa a través de la decisión de la Junta de socios por mayoría ordinaria. Subsidiariamente, gozan de legitimación, en primer grado, la minoría de socios y, en subsidio de segundo grado, los acreedores. De la regulación legal de la legitimación para ejercitar la acción no es posible inferir una clara posición del legislador en el debate en torno al concepto de interés social. Sin embargo, la legitimación subsidiaria atribuida a los acreedores (art. 240 LSC) permite descartar la interpretación rigurosamente contractualista que se desprende de otras disposiciones legales, como la que atribuye exclusivamente a los socios la designación de los miembros del órgano de administración (art. 214 LSC). Esta aparente contradicción normativa constituiría un argumento más a favor de la interpretación de la legislación societaria a la luz del principio “*comply or explain*”.

XIII

La acción social de responsabilidad sería, en rigor, un instrumento al servicio de las partes involucradas en la sociedad, para asegurar el adecuado cumplimiento de las obligaciones contractuales del administrador entre las que se encuentran los deberes fiduciarios. En tal sentido debe coincidirse con aquellos que sostienen que es un error considerar que las normas que regulan la responsabilidad son ajenas al terreno de lo negociable. Debería admitirse, entonces, de *lege ferenda*, el carácter dispositivo de las características concretas de la acción social de responsabilidad, establecidas en la legislación societaria, de modo tal que las diferentes partes involucradas e interesadas en que el administrador actúe leal y diligentemente, en cada caso, puedan *ex ante*, por pacto contractual explícito, adecuarlas a sus necesidades, circunstancias e intereses específicos. No se trataría, pues, de establecer la posibilidad de excluir contractualmente toda responsabilidad del administrador, puesto que los deberes fiduciarios generales son indisponibles, sino de que los sujetos interesados sean capaces de diseñar libremente los mecanismos que consideren más adecuados para que los administradores se vean incentivados a actuar siempre en defensa del interés social.

BIBLIOGRAFÍA

1. ESTUDIOS

- AA.VV., *Comentario del Código Civil*, Tomos I y II, Ministerio de Justicia, 1991.
- AA.VV., *Derecho de sociedades Anónimas cotizadas*, vol. 1 y 2, RdS, Madrid, 2006.
- AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas: en homenaje al profesor José Girón Tena*, Civitas, Madrid, 1991.
- AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, tomo III, vol. I, Civitas, Madrid, 1994.
- AA.VV., *Derecho de Sociedades, Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. II y III, McGraw-Hill, Madrid, 2002.
- AA.VV., *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea, Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Civitas, Madrid 1991.
- AA.VV., *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, tomo I, Marcial Pons, Madrid, 2007.
- AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Antonio Polo*, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, 1981.
- AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, tomo III, Tirant lo Blanch, Valencia, 1995.
- AA.VV., *Estudios de Derecho mercantil. Homenaje al profesor Justino F. Duque*, vol. I, Lex Nova, Valladolid, 1998.
- AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, tomo I y II, Civitas, Madrid, 1996.
- AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues*, tomo I, Tecnos, Madrid, 1971.
- AA.VV., *Estudios en homenaje a Luis Díez-Picazo*, Civitas, Madrid, 2003.
- AA.VV., *Estudios jurídicos sobre la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 1995.
- AA.VV., *Gobierno Corporativo y crisis empresariales*, II seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil, Marcial Pons, Madrid, 2006.
- AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital*, La Ley, Madrid, 2011.

- AA.VV., *Perspectives in Company Law and Financial Regulation*, Cambridge University Press, 2009.
- AA.VV., *Responsabilidad de consejeros y altos cargos de sociedades de capital*, McGraw-Hill, Madrid, 1996.
- AA.VV., *Responsabilidad de los administradores de sociedades de capital*, Editores El Derecho, Madrid, 2007.
- AA.VV., *Responsabilidad social corporativa, aspectos jurídico-económicos*, Publicaciones de la Universitat Jaume I, Castello de la Plana, 2005.
- ALBERT ALBERT, P., “¿Es posible acumular una reclamación judicial contra una sociedad y una acción de responsabilidad contra sus administradores? ¿Ante qué juzgado?”, en *RdS*, nº 28, 2007, pp. 307 y ss.
- ALBORCH BATALLER, C., *El derecho de voto del accionista*, Tecnos, Madrid, 1977.
- ALCALÁ DÍAZ, M.A., “Acción individual de responsabilidad frente a los administradores (STS de 21 de mayo de 1992, RJ 1992, 4274)”, en *RdS*, nº 1, 1993, pp. 166 y ss.
- “El conflicto de interés socio-sociedad en las sociedades de capital”, en *RdS*, nº 9, 1997, pp. 89 y ss.
 - *La impugnación de los acuerdos del Consejo de administración de sociedades anónimas*, Civitas, Madrid, 1998.
 - “El deber de fidelidad de los administradores: el conflicto de intereses administrador-sociedad”, en (Coord.) ESTEBAN VELASCO, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, Marcial Pons, 1999, p. 447 y ss.
 - *El derecho de impugnación del socio en la sociedad anónima cotizada*, Le Ley, Madrid, 2006.
- ALCES, K., “Debunking the corporate fiduciary myth”, en *Journal of Corporation Law*, Forthcoming; FSU College of Law, Public Law Research Paper, nº 358, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1352595>, 2009.
- ALCHIAN, A. y DEMSETZ, H., “Production, Information Costs, and Economic Organization”, en *The American Economic Rew.*, vol. 62, nº 5, 1972, pp. 777 y ss.

BIBLIOGRAFÍA

- ALEXY, R., *Teoría de la argumentación jurídica* (1983), traducción de ATIENZA, M. y ESPEJO, I., Centro de estudios políticos y constitucionales, Madrid, 2007.
- ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Civitas, Madrid, 1995.
- “Imperialismo económico y dogmática jurídica”, en *RDM*, nº 233, 1999, pp. 925 y ss.
 - “Los costes de transacción”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, tomo I, Civitas, Madrid, 1996, pp. 131 y ss.
 - “La llamada acción individual de responsabilidad contra los administradores sociales”, en *RdS*, nº 18, 2002, pp. 45 y ss.
 - “Recensión a Ángel Rojo y Emilio Beltrán (directores), *La responsabilidad de los administradores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2005”, en *InDret*, nº 2/2005.
 - “La llamada acción individual de responsabilidad "externa" de los administradores sociales”, en *InDret*, nº 1/2007.
 - “El interés social: planteamiento”, publicación en el Blog del autor (<http://derechomercantilespana.blogspot.com>), de fecha 22 de octubre de 2010.
 - “Empresa y empresario: un planteamiento contractual”, *working paper* publicado en <http://www.uam.es/centros/derecho/privado/mercanti/investigacion/investig1.html>, pp. 1 y ss.
- ALONSO ESPINOSA, F., *La responsabilidad civil del administrador de sociedad de capital en sus elementos configuradores*, Cuadernos Civitas, Cizur Menor, 2006.
- “La responsabilidad civil del administrador de sociedad de capital en sus elementos configuradores”, en AA.VV., *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, tomo I, Marcial Pons, Madrid, 2007, pp. 67 y ss.
 - ALONSO ESPINOSA, F. (Dir.), *Curso fundamental de Derecho mercantil, Derecho de sociedades*, vol. II, Fundación Universitaria San Antonio, Murcia, 2004.
- ALONSO ESPINOSA, F. y SÁNCHEZ RUIZ, M., “Teoría general de sociedades”, en (Dir.) ALONSO ESPINOSA, F., *Curso fundamental de Derecho*

mercantil, Derecho de sociedades, vol. II, Fundación Universitaria San Antonio, Murcia, 2004, p. 31.

ALONSO LEDESMA, C., “Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente”, en AA.VV., *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea, Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Civitas, Madrid 1991, pp. 31 y ss.

- *La exclusión del derecho de suscripción preferente*, McGraw-Hill, Madrid, 1995.

- “El Buen Gobierno de las sociedades en Europa”, en *RDBB*, nº 88, 2002, p. 129 y ss.

ALONSO UREBA, A., “Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores de una sociedad anónima”, en *RDM*, nº 198, 1990, pp. 639 y ss.

- “El gobierno de las grandes empresas”, en (Coord.) ESTEBAN VELASCO, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, Marcial Pons, 1999, pp. 95 y ss.

- “El Gobierno de la Sociedad Anónima Cotizada (Reforma Legal versus Códigos de Conducta)”, en (Dir.) ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ SIMANCAS, J., *Instituciones del Mercado Financiero*, vol. V, La Ley-Actualidad, Madrid, 1999, pp. 3211 y ss.

ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ SIMANCAS, J. (Dir.), *Instituciones del Mercado Financiero*, vol. V, La Ley-Actualidad, Madrid, 1999.

ALPA, G., “¿Cuál podría ser el modelo de «governance» en Italia?”, en *RDBB*, nº 118, 2010, pp. 111 y ss.

AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance: analysis and recommendations*, Volume I, American Law Institute Publishers, St. Paul, Minnesota, 1994.

ANDERSON, A., “Conflict of interest: efficiency, fairness and corporate structure”, en *UCLA L. Rew.*, vol. 25, 1978, pp. 738 y ss.

APARICIO GONZÁLEZ, M.L., “El nuevo derecho de sociedades portugués”, en *RDM*, nº 181, 1986, p. 495 y ss.

- “Gobierno corporativo: entre el Derecho y la ética empresarial”, en *RDM*, nº 257, 2005, p. 1131 y ss.

ARAGÓN REYES, M., “Constitución económica y libertad de empresa”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, tomo I, Civitas, Madrid, 1996, pp. 163 y ss.

BIBLIOGRAFÍA

- ARGANDOÑA RAMÍREZ, A., “The stakeholder theory and the common good”, en *Journal of Business Ethics*, vol. 17, 1998, pp. 1093 y ss.
- ARANGUREN URRIZA, F., “El administrador. El Consejo de Administración”, en (Coord.) DELGADO DE MIGUEL, J.F., *Instituciones de Derecho Privado*, tomo VI, vol. 2, Civitas, Madrid, 2004, pp. 437 y ss.
- ARIÑO ORTIZ, G., *Principios constitucionales de la libertad de empresa*, Marcial Pons, Madrid, 1995.
- ARROYO MARTÍNEZ, I., “La responsabilidad de los administradores en la sociedad de responsabilidad limitada (comentario al artículo 69 LSRL)”, en AA.VV., *Estudios de Derecho mercantil. Homenaje al profesor Justino F. Duque*, vol. I, Lex Nova, Valladolid, 1998, pp. 163 y ss.
- “Reflexiones en torno al interés social”, en AA.VV., *Derecho de Sociedades, Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. II, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 1845 y ss.
- ARROYO MARTÍNEZ, I. y FRANCO ARIAS, J., “La competencia de los juzgados de lo mercantil en materia civil de los administradores”, en *RDM*, nº 259, 2006, pp. 171 y ss.
- ARROYO, I., EMBID, J.M. y GÓRRIZ, C. (Coord.), *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas*, vol. II, Tecnos, Madrid, 2009.
- ARRUÑADA, B., “Un análisis económico de la regulación de la sociedad anónima en España”, en *Anales de Estudios económicos y empresariales*, nº 3, 1988, pp. 191 y ss.
- *Teoría contractual de la empresa*, Marcial Pons, Madrid, 1998.
- ARSHT, S., “The Business Judgment Rule Revisited”, en *Hopstra L. Rew.*, nº 8, 1979, pp. 93 y ss.
- ASQUINI, A., “Profili dell’impresa”, en *Riv. Dir. Comm.*, vol. XLI, 1943, pp. 1 y ss.
- “I batelli del reno”, en *Riv. Soc.*, 1959, pp. 618 y ss.
- BADOSA COLL, F., *Comentario del Código Civil*, tomo II, Ministerio de Justicia, Madrid, pp. 36 y ss.
- BAILLO, J., “El aseguramiento de la responsabilidad civil de los administradores: especial referencia al problema del dolo como excepción oponible o inoponible”, en AA.VV., *Derecho de sociedades. Libro homenaje al profesor Sánchez Calero*, tomo II, cit., pp. 1263 y ss.

- BAINBRIDGE, S., “The board of Directors as nexus of contracts”, en *Iowa L. Rew.*, nº 88, 2002, pp. 1 y ss.
- “Smith v. Van Gorkom”, en *Law & Economics Research Paper Series, Research Paper*, nº 08-13, UCLA School of Law, 2008, pp. 1 y ss.
 - *The new Corporate Governance in theory and practice*, Oxford University press, New York, 2008.
- BAIRD, D. y HENDERSON, T., “Other’s people money”, en http://ssrn.com/abstract_id=1017615, 2008.
- BARKER, R., *Corporate governance, competition and political parties. Explaining corporate governance change in Europe*, Oxford University Press, New York, 2010.
- BAUMS, T., “El Código alemán de Gobierno Corporativo del año 2002: relaciones entre la regulación legal y la autorregulación”, en AA.VV., *Derecho de sociedades Anónimas cotizadas*, vol. 1, RdS, Madrid, 2006, pp. 65 y ss.
- BAYNE, D., *The philosophy of corporate control: A treatise on the Law of fiduciary duty*, Loyola University Press, Chicago, 1986.
- BEBCHUK, L. y ROE, M., “A theory of path dependence in corporate ownership and governance”, en (Ed.) GORDON, J.N. y ROE, M., *Convergence and persistence in corporate governance*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004, pp. 69 y ss.
- BENSON, B., “The spontaneous evolution of commercial Law”, en *Southern Economic Journal*, vol. 85, nº 3, 1989, pp. 644 y ss.
- BERLE, A., “For whom are corporate managers trustees”, en *Harvard L. Rew.* nº 45, 1931-1932, pp. 1365 y ss.
- BERLE, A. y MEANS, G., *The modern corporation and private property (1933)*, Reprint Edition William S. Hein & Co. Inc., Buffalo, New York, 1982.
- BEAUCHAMP, T. y BOWIE, N. (Ed.), *Ethical theory and business*, Englewood Cliffs, Nueva Jersey, Prentice-Hall, 3ª edición, 1988
- BISSARA, P., “L’ intérêt social”, en *Rev. Soc.*, 1999, pp. 5 y ss.
- BLACK, B., “The principal fiduciary duties of board of directors”, en *Presentation at Third Asian Roundtable on Corporate Governance*, Singapore, 4 abril 2001 pp. 1 y ss.
- BLAIR, M. y STOUT, L., “A team production theory of corporate Law”, en *Virginia L. Rew.*, vol. 85, 1999, pp. 247 y ss.

BIBLIOGRAFÍA

- BOATRIGHT, J., “Fiduciary duties and the shareholder-manager relation: or, what so special about shareholders?”, en *Business Ethics Quarterly*, vol. 4, nº 4, 1994, pp. 393 y ss.
- BUCHANAN, J., “Salvando el alma del liberalismo clásico”, publicado en febrero de 2004 en <http://www.elcato.org/publicaciones/ensayos/ens-2004-02-18.html>.
- BURTON, S., “Breach of contract and the Common Law duty to perform in good faith”, en *Harvard L. Rew.*, vol. 94, 1980, pp. 369 y ss.
- BUTLER, H., “The contractual theory of the corporation”, en *George Mason U. L. Rew.*, vol. 11, 1989, pp. 99 y ss.
- BUTLER, H. y RIBSTEIN, L., “Opting out of fiduciary duties: a response to the anticontractarians”, en *Washington L. Rew.*, vol. 65, 1990, pp. 1 ss.
- BRECHER F., *Das Unternehmen als Rechtsgegenstand*, L. Röhrscheid, Bonn, 1953.
- BRINK, A. (Ed.), *Corporate Governance and Business Ethics*, Springer, Londres, 2011.
- BRITO CORREIA, L., *Direito comercial, vol.2, Sociedades comerciais*, AAFDL, Lisboa, 1989.
- BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil*, Madrid, Tecnos, 2010.
- BRUDNEY, V., “Corporate governance, agency costs and the rethoric of contract”, en *Columbia L. Rew.*, vol. 85. 1985, pp. 1403 y ss.
- BYLUND, P., “The economic theory of the firm”, en <http://mises.org/daily/5624/The-Economic-Theory-of-the-Firm>.
- CACHANOSKY, J., “Economía, Derecho y el análisis económico del Derecho”, en <http://www.hacer.org/pdf/Cachanosky00.pdf>.
- CAETANO NUNES, P., *Responsabilidade Civil dos Administradores Perante os Accionistas*, Almedina, Coimbra, 2001.
- CALABRESI, G., “Some thoughts on risk distribution and the Law of torts”, en *Yale Law Journal*, 1961, pp. 499 y ss.
- CALABRESI, G. y MELAMED, A.D., “Property Rules, Liability Rules and Inalienability Rules. One view of the Cathedral”, en *Harvard L. Rew.*, vol. 85, 1972, pp. 1106 y ss.
- CÂMARA, P., “Código das Sociedades Comerciais e governo das sociedades”, en *Código das Sociedades Comerciais e governo das sociedades*, Coimbra, Almedina, 2008.
- CARBAJO CASCÓN, F., *La sociedad de Capital Unipersonal*, Aranzadi, Navarra, 2002.

- CHAFUEN, A., *Economía y ética, Raíces cristianas de la economía de libre mercado*, Rialp, Madrid, 1991.
- CHEFFINS, B., “Law, economics and morality: contracting out of corporate Law fiduciary duties”, en *Canadian Business L. J.*, vol. 19, 1991, pp. 28 y ss.
- CHEUNG, S. N.S., “The Contractual Nature of the Firm”, *Journal of Law and Economics*, 26, 1983, pp. 1 y ss.
- CIDONCHA MARTÍN, A., *La libertad de empresa*, Civitas, Madrid, 2006, pp. 263 y ss.
- CLARK, R., “Agency costs versus fiduciary duties”, en (Ed.) PRATT, W. y ZECKHAUSER, R., *Principals and agents: the structure of business*, Harvard Business School Press, Boston, 1985, pp. 55 y ss.
- *Corporate Law*, Harvard University Law School, Boston, 1986.
 - “Contracts elites and traditions in the making of Corporate Law”, en *Columbia L. Rew.*, nº 89, 1989, pp. 1703 y ss.
- COASE, R., “The nature of the firm”, en *Economica, New Series*, vol. 4, nº 16, 1937, pp. 386 y ss.
- “The problem of social cost”, en *Journal of Law and Economics*, nº 3, 1960, p. 1 y ss.
 - *La empresa, el mercado y la Ley*, versión traducida española de CONCOME Y BOREL, G., Alianza Editorial, Madrid 1994.
- COFFEE, J., “Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system”, en *Virginia L. Rew.*, vol. 70, 1984, pp. 717 y ss.
- “Shareholders versus managers: the strain in corporate web”, en *Michigan L. Rew.*, vol. 85, 1986-1987, pp. 1 y ss.
 - “No exist?: opting out, the contractual theory of the corporation, and the special case of remedies” en *Brooklyn L. Rew.*, vol. 53, 1988, pp. 919 y ss.
 - “The mandatory/enabling balance in corporate Law: an essay in the judicial role”, en *Columbia L. Rew.*, vol. 89, 1989, pp. 1618 y ss.
- COHEN DE ROIMISER, M., *El interés social en la sociedad anónima*, Depalma, Buenos Aires, 1979.
- COHN, S., “Demise of the Director's Duty of Care: Judicial Avoidance of Standards and Sanctions Through the Business Judgment Rule”, en *Texas L. Rew.* nº 62, 1983, pp. 591 y ss.

BIBLIOGRAFÍA

- COOTER, R. y FREEDMAN, B., “The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences”, en *N.Y.U. L. Rew.*, nº 66, 1991, pp. 1045 y ss.
- COURET, A., “El tercer sistema en el Derecho francés después de la reforma de 2001”, en *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, vol. I, *RdS*, 2006, p. 121 y ss.
- COUTINHO DE ABREU, J.M., “Interés social y deber de lealtad de los socios”, en *RdS*, nº 19, 2002, pp. 39 y ss.
- “Deveres de cuidado e de lealdade dos administradores e interese social”, en *Reforma do Código das Sociedades*, Coimbra, 2007, pp. 43 y ss.
- D’AMBROSIO, T., “The duty of care and the duty of loyalty in the Revised Model Business Corporation Act”, en *Vanderbilt L. Rew.*, vol. 40, 1987, pp., 663 y ss.
- DAVIES, P., *Introduction to Company Law*, Oxford University Press, New York-Oxford, 2010.
- DE ÁNGEL YÁGÜEZ, R., *La responsabilidad civil*, Universidad de Deusto, Bilbao 1989
- DE BARTOLOMÉ CENZANO, J.C., *El orden público como límite al ejercicio de los derechos y libertades*, Centro de estudios políticos y constitucionales, Madrid, 2002.
- DE CASTRO, F., “Notas sobre las limitaciones intrínsecas de la autonomía de la voluntad”, en *ADC*, vol. 35, nº 4, 1982, pp. 987 y ss.
- DE LA CUESTA GONZÁLEZ, M. y RODRÍGUEZ DUPLÁ, L. (Coord.), *Responsabilidad Social Corporativa*, Publicaciones Universidad Pontificia de Salamanca, Salamanca, 2004
- DE LA CUESTA RUTE, J.M., “Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación”, en *RDBB*, nº 94, 2004, pp. 87 y ss.
- “La publicidad y el sistema económico constitucionalizado”, en *Procesos de Mercado*, nº 1, 2008, pp. 223 y ss.
- DELGADO DE MIGUEL, J.F. (Coord.), *Instituciones de Derecho Privado*, tomo VI, vol. 2, Civitas, Madrid, 2004.
- DE LOS MOZOS, J.L., *El principio de la buena fe. Sus aplicaciones prácticas en el Derecho civil español*, Bosch, Barcelona, 1965.
- DE LOS RÍOS SÁNCHEZ, J.M., *Comunidad de bienes y empresa*, McGraw-Hill, Madrid, 1997.

- DE MOTT, D., “Beyond metaphor: An analysis of fiduciary obligation”, en *Duke L.J.*, vol., 1988, pp. 879 y ss.
- DÍAZ GARCÍA, E., “De las funciones del derecho: organización y cambio social”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, tomo IV, Civitas, Madrid, 1996, pp. 5444 y ss.
- DÍAZ ECHEGARAY, J.L., *La responsabilidad civil de los administradores en la sociedad anónima*, Montecorvo, Madrid 1995
- *Deberes y responsabilidades de los administradores de las sociedades de capital*, Thomson-Aranzadi, Pamplona, 2004.
- DÍEZ-PICAZO, L., Prólogo a la edición española del libro de WIEACKER, F., *El principio general de la buena fe*, Civitas, Madrid, 1986.
- *Comentario del Código Civil*, tomo II, Ministerio de Justicia, pp. 432 y ss.
 - *La representación en Derecho privado*, Civitas, Madrid, 1992.
 - *Fundamentos del Derecho Civil patrimonial*, vol. 1, Civitas, Madrid, 1996.
- DINE, J. y VILLIERS, C., “La estructura de gobierno de las sociedades cotizadas en el Reino Unido”, en *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, Vol. I., *RdS*, 2006, pp. 135 y ss.
- DODD, E. M., “For whom are Corporate Managers Trustees?”, en *Harvard L. Rev.*, nº 45, 1931-32, pp. 1145 y ss.
- DORAL GARCÍA, J.A., *La noción de orden público en el Derecho civil español*, EUNSA, Pamplona, 1967.
- DRUCKER, P., *Concept of Corporation*, New York, John Day Co., 1946.
- DUQUE DOMÍNGUEZ J., *Tutela de la minoría: Impugnación de acuerdos lesivos (art. 67 L.S.A.)*, Secretariado de Publicaciones Universidad de Valladolid, 1957.
- “Escritura, estatutos y límites a la libertad estatutaria en la fundación de sociedades anónimas”, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas: en homenaje al profesor José Girón Tena*, vol. 1, Civitas, Madrid, 1991, pp. 15 y ss.
 - “Del texto refundido de la LSA de 1989 a la Ley de transparencia de 2003”, en (Coord.) RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, vol. 1, *RdS*, 2006, pp. 251 y ss.
- DWORKIN, R., *Los derechos en serio (1977)*, Ariel Derecho, Barcelona, 1984

BIBLIOGRAFÍA

- *A matter of principle*, Library of Congress Cataloging in Publication Data, USA, 1985.
- EASTERBROOK, F. y FISCHER, D., “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”, en *Virginia L. Rev.*, vol. 70, 1984, pp. 669 y ss.
- “The corporate contract”, en *Columbia L. Rev.*, 1989, pp. 1416 y ss.
- *The economic structure of corporate Law*, Harvard University Press, London, 1991.
- “Contract and fiduciary duty”, en *J. L. and E.*, 1993, pp. 425 y ss.
- EISENBERG, M., “Access to the corporate proxy machinery”, *Harvard L. Rev.*, 1970, pp. 1489 y ss.
- *The structure of the corporation, a legal analysis*, Boston, Toronto, 1976.
- “The Structure of Corporation Law”, *Columbia L. Rev.*, Vol. 89, 1989, pp. 1461 y ss.
- “An overview of the Principles of Corporate Governance”, en *The Business Lawyer*, vol. 48, 1993, pp. 1271 y ss.
- “The conception that the corporation is a nexus of contracts, and the dual nature of the firm”, en *Journal of corporate Law*, nº 24, 1999, pp. 819 y ss.
- “The duty of good faith in corporate Law”, en *Delaware J. of Corporate Law*, vol. 31, 2006, pp. 1 y ss.
- EMBID IRUJO, J.M., “La responsabilidad social corporativa ante el Derecho Mercantil”, en *CDyC*, nº 42, 2004, pp 11 y ss.
- “Perfil jurídico de la responsabilidad social corporativa”, en *Revista valenciana de economía y hacienda*, nº 12, 2004, pp. 51 y ss.
- “Apuntes sobre los deberes de fidelidad y lealtad de los administradores de las sociedades anónimas”, en *CDyC*, nº 46, 2006, pp. 9 y ss.
- “Comentario al art. 127 bis LSA”, en (Coord.) ARROYO, I., EMBID, J.M. y GÓRRIZ, C., *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas*, vol. II, Tecnos, Madrid, 2009, pp. 1423 y ss.
- EMBID IRUJO, J.M. y MARTÍNEZ SANZ, F., “Libertad de configuración estatutaria en el Derecho español de sociedades de capital”, en *RdS*, nº 7, 1996, pp. 11 y ss.
- ERHARD, W., JENSEN, M., y ZAFFRON, S., “Integrity: A positive model that incorporates the normative phenomena of morality, ethics and legality”, en <http://ssrn.com/abstract=920625>, 2009.

ESCRIBANO GAMIR, R., “La Ley alemana sobre pequeñas sociedades por acciones y de regulación del Derecho de sociedades por acciones”, en *RdS*, nº 3, 1994, pp. 451 y ss.

- “El nuevo gobierno de la empresa en el derecho francés: de las recomendaciones del informe *Bouton* a la ley sobre la seguridad financiera”, en *RdS*, nº 22, 2004, pp. 517 y ss.

ESPINA, D., *La autonomía privada en las sociedades de capital: principios configuradores y teoría general*, Marcial Pons, Madrid, 2003.

ESPINÓS BORRÁS DE QUADRAS, A., *La responsabilidad civil en las sociedades mercantiles*, Bosch, Barcelona, 2005.

ESTEBAN VELASCO, G., *El poder de decisión en las sociedades anónimas: Derecho europeo y reforma del Derecho español*, Civitas, Madrid, 1982.

- “Comentario del artículo 12 de la ley de agrupaciones de interés económico”, en (coord.) PAU PEDRÓN, A., *Comentarios a la ley de agrupaciones de interés económico*, Madrid, Tecnos, 1992, pp. 189 y ss.
- “Algunas reflexiones sobre la responsabilidad de los administradores frente a los socios y terceros: acción individual y acción por no promoción o remoción de la disolución”, en *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, tomo II, Civitas, Madrid, 1996, pp. 1679 y ss.
- “La administración de la sociedad de responsabilidad limitada”, en (Coord.) PAZ-ARES., C., *Tratando de la sociedad limitada*, Fundación Cultural del Notariado, Madrid, 1997, pp. 689 y ss.
- “Una contribución sobre el gobierno societario. Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración”, en *RdS*, nº 8, 1997, pp. 409 y ss.
- (Coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, Marcial Pons, 1999
- “El gobierno de las sociedades cotizadas. La experiencia española”, en *CDyC*, nº 35, 2001, p. 11 y ss.
- “Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa (algunas consideraciones desde una perspectiva jurídico-societaria)”, en AA.VV., *Responsabilidad social corporativa, aspectos jurídico-económicos*, Publicaciones de la Universitat Jaume I, Castello de la Plana, 2005, pp. 13 y ss.

BIBLIOGRAFÍA

- “Reorganización de la composición del Consejo: clases de consejeros, en particular los consejeros independientes (Recomendaciones 7 y 9 a 15)”, en *RdS*, nº 27, 2006, pp. 85 y ss.
 - “Implicaciones de los trabajadores de la sociedad anónima europea en la Ley 31/2006 de transposición de la Directiva europea”, *RDBB*, nº 105, 2007, pp. 180 y ss.
 - “La administración de las sociedades de capital”, en *RdS*, nº 36, 2011, pp. 157 y ss.
 - “La acción individual de responsabilidad”, en (Dir.) ROJO, A. y BELTRÁN, E., *La responsabilidad de los administradores de sociedades mercantiles*, 4ª Edición, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2011, pp. 169 y ss.
- ESTEBAN VELASCO, G. y FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (Coord.), *La Sociedad Anónima Europea, régimen jurídico societario, laboral y fiscal*, Marcial Pons, Madrid, 2004.
- FACCO, J., “El principio de buena fe objetiva en el Derecho contractual argentino”, en *Revista de Derecho Privado*, Pontificia Universidad Javeriana, nº 16, Colombia, 2009, pp. 149 y ss.
- FAMA, E., “Agency problems and the theory of the firm”, en *The Journal of Political Economy*, vol. 88, nº 2, 1980, pp. 288 y ss.
- FARNSWORTH, A., “Your loss or my gain?: The Dilemma of the disgorgement principle in breach of contract”, en *Yale L. J.*, nº 94, 1985, pp. 1339 y ss.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en derecho de sociedades*, Portico, Zaragoza, 1977.
- *Derecho de sociedades*, vol. I, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., GARCÍA-PITA, D. y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, A., “Responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en la esfera jurídica-societaria”, en AA.VV., *Responsabilidad de consejeros y altos cargos de sociedades de capital*, McGraw-Hill, Madrid, 1996, pp. 16 y ss.
- FERNÁNDEZ DEL MORAL, J., *El seguro de responsabilidad civil de administradores y altos directivos de la sociedad anónima (Póliza D&O)*, Granada, 1998.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “El Reglamento de la Junta General en la Ley de Transparencia de las Sociedades Anónimas Cotizadas (Art. 113 LMV)”, en *RDBB*, nº 93, 2004, pp. 55 y ss.

- FERNÁNDEZ DUARTE, J.C., *El bien común como finalidad de la empresa: una perspectiva desde la libertad*, Universidad de Navarra, Pamplona, 2009.
- FERNÁNDEZ PÉREZ, N., “El significado de la Ley de Transparencia en la modernización del Derecho societario español”, en *RdS*, nº 22, 2004, pp. 87 y ss.
- “La reforma del mercado de valores italiano y del régimen de las sociedades cotizadas a la luz del «Testo único delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articolo 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, N. 52» (decreto legislativo de 24 de febrero de 1998, num. 58)”, en *RdS*, nº 11, 1998, pp. 240 y ss.
- FERRARA, F., *Teoria delle persone giuridiche*, Napoli-Torino, 1915.
- FERRARINI, G., “Corporate governance changes in the 20th century: A view from Italy”, *Working paper* nº 29/2005, ECGI *Working Paper Series in Law*, 2005.
- FERRO-LUZZI, P., *I contratti associativi*, Giuffrè, Milano, 1971.
- FIGUEIRA, E., “Disciplina jurídica dos grupos de sociedades”, *CJ*, 1990, tomo IV., pp. 36 y ss.
- FLAQUER RIUTORT, J., “La exclusión del derecho de suscripción preferente en la sociedad anónima”, en AA.VV., *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, McGraw-Hill, vol. III, Madrid, 2002, pp. 2317 y ss.
- FONT GALÁN, I., “El deber de diligente administración en el nuevo sistema de deberes de administradores sociales”, en *RdS*, nº 25, 2005, pp. 71 y ss.
- FOSS, N., “Theories of the firm: contractual and competence perspectives”, en *J. Evol. Econ.*, nº 3, 1993, pp. 127 y ss.
- “The theory of the firm: the austrians as precursors and critics of contemporary theory”, en *The Review of Austrian Economics*, Vol.7, nº. 1, 1994, pp. 31 y ss.
- FRANKEL, T., “Fiduciary law”, en *California L. Rew.*, vol. 71, 1983, pp. 795 y ss.
- “The legal infrastructure of markets: The role of contracts and property law”, en *Boston U. L. Rew.*, vol. 73, 1993, pp. 389 y ss.
 - “Fiduciary duties as default rules”, en *Oregon L. Rew.*, vol. 74., 1995, pp. 1209 y ss.
 - *Fiduciary Law*, Oxford University Press, New York, 2011

BIBLIOGRAFÍA

- FRÉ, G., “Il rapporto fra l’organo amministratore delle società anonime e la società”, en *Riv. Dir. Comm.* 1938, pp. 405 y ss.
- FREEMAN, R., *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman Press, Boston, 1984.
- FREEMAN, R. y EVAN, W., “A stakeholder theory of modern corporation: Kantian capitalism”, en (Ed.) BEAUCHAMP, T. y BOWIE, N., *Ethical theory and business*, Englewood Cliffs, Nueva Jersey, Prentice-Hall, 3ª edición, 1988, pp. 101 y ss.
- FRIEDMAN, M., “The Social Responsibility of Business is to increase its profits”, en *The New York Times Magazine*, 13/09/1970.
- FRIGOLA RIERA, A., “Acumulación de acciones y conflictos de competencia entre juzgados de lo mercantil y juzgados de primera instancia”, en AA.VV., *Responsabilidad de los administradores de sociedades de capital*, Editores El Derecho, Madrid, 2007, pp. 11 y ss.
- FUENTES NAHARRO, M., “La reforma del derecho de sociedades británico: una breve aproximación a la *Companies Act 2006*”, en *RdS*, nº 28, 2007, pp. 535 y ss.
- GALANIS, M., “Vicious spirals in Corporate Governance: Mandatory rules for Systemic (Re)Balancing”, en *Oxford Journal of Legal studies*, nº 31, 2011, pp. 1 y ss.
- GALGANO, F., *Tratatto di Diritto commerciale e di Diritto pubblico dell’economia*, vol. settimo, seconda edizione, Cedam, Padova, 1988.
- *Il negozio giuridico*, Giuffrè, Milano, 1988.
 - *Diritto commerciale, Le società*, Zanichelli, Bologna, 1994.
 - “El desplazamiento del poder en las sociedades anónimas europeas”, en AA.VV. *Estudios jurídicos sobre la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 1995, pp. 65 y ss.
 - *Dirritto Commerciale. Le società: contratto di società, società di persone, società per azioni, altre società di capital, società cooperative*, Zanichelli, Bolonia, 2006.
- GALLO, E., “La tradición del orden social espontáneo: Adam Ferguson, David Hume, Adam Smith”, en *Libertas*, nº 6, Eseade, Buenos Aires, 1987.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J. (Dir.), *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Civitas, Cizur Menor, 2009.

- GARCÍA LUENGO, R. y SOTO VÁZQUEZ, R., *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima (comentarios y jurisprudencia)*, Comares, Granada, 1991.
- GARCÍA MARTÍNEZ, E., “La tradición en Hayek”, disponible en <http://www.ucm.es/BUCM/tesis/fsl/ucm-t26445.pdf>.
- GARCÍA VILLAVERDE, R., “Exoneración de la responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima y la sociedad de responsabilidad limitada por falta de culpa (art. 133.2 LSA)”, en AA.VV, *Derecho de sociedades. Libro homenaje al profesor Sánchez Calero*, tomo II, cit., pp. 1462 y ss.
- GARRIDO GARCÍA, J.M., “La regulación de los mercados financieros en Inglaterra”, en *RDBB*, nº 39, 1990, pp. 549 y ss.
- *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 2002.
 - “El Informe WINTER y el gobierno societario en la unión europea”, en *RdS*, nº 20, 2003, p. 111 y ss.
- GARRIGUES, J., *Nuevos hechos, nuevo Derecho de Sociedades Anónimas (1933)*, Civitas, Madrid, 1998.
- *Negocios fiduciarios en el Derecho Mercantil*, Madrid, 1955.
 - “Anotaciones de un jurista sobre reforma de la empresa”, en *Hacia un nuevo Derecho mercantil (Escritos, Lecciones y conferencias)*, Tecnos, Madrid, 1971, pp. 4 y ss.
 - “Teoría general de las sociedades mercantiles”, en *RDM*, nº 131, 1974, pp. 15 y ss.
 - *Curso de Derecho Mercantil*, Imp. Aguirre, Madrid, 1983.
- GELTER, M., “Taming or Protecting the Modern Corporation? Shareholder-Stakeholder Debates in a Comparative Light”, *Law Working Paper*, nº 165/2010, publicado en <http://ssrn.com/abstract=1669444>.
- GIANELLI, G., “Esclusione del diritto di opzione e D.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30”, en *Riv. Soc.*, 1988, pp. 757 y ss.
- GIERKE, O., *Deutsches privatrecht*, vol. I, Leipzig, 1895.
- GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*, Universidad de Valladolid, 1952.
- *Derecho de Sociedades*, tomo I, Artes Gráficas Benzal, Madrid, 1976.
 - “Sobre las características generales desde los puntos de vista político – jurídico y conceptual de los problemas actuales en torno a la

BIBLIOGRAFÍA

- empresa”, en AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Antonio Polo*, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, 1981, p. 281 y ss.
- *Tendencias actuales y reforma del Derecho mercantil: (Estudios)*, Madrid, Civitas, 1986.
 - “Las reformas varias, pendientes y andantes de la sociedad andantes, de la sociedad anónima en España”, en *La Ley*, 1989, nº 1, pp. 923 y ss.
- GONDRA ROMERO, J.M., “¿Tiene sentido impartir justicia con criterios de economía? (A propósito de una teoría del Derecho que postula una Jurisprudencia orientada por el valor de la “eficiencia económica”)”, en *RDM*, nº 226, 1997, pp. 1545 y ss.
- “La estructura jurídica de la empresa”, en *RDM*, nº 228, 1998, pp. 493 y ss.
 - “El control del poder de los directivos de las grandes corporaciones. La historia de un problema recurrente en una pieza esencial del sistema económico”, en *RDM*, nº 269, 2008, pp. 841 y ss.
 - “La teoría contractual de la sociedad anónima: una aproximación a sus fundamentos teórico-económicos”, en *RDM*, nº 278, 2010, pp. 1171 y ss.
- GONZÁLEZ PÉREZ, J., *La dignidad de la persona*, Madrid, Civitas, 1986.
- GORDON, J., “The mandatory structure of corporate Law”, en *Columbia L. Rev.*, vol. 89, 1989, pp. 1549 y ss.
- GORDON, J.N. y ROE, M. (Ed.), *Convergence and persistence in corporate governance*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004.
- GOWER, L.C.B., *Gower’s principles of modern company Law (1957)*, Sweet & Maxwell, Londres, 1992.
- GREGG, S., *On ordered liberty. A treatise on the free society*, Lexington Books, Oxford, 2003.
- GREENFIELD, K., *The failure of corporate Law: fundamental flaws and progressive possibilities*, The University of Chicago Press, Chicago-London, 2006.
- “Reclaiming Corporate Law in a New Gilded Age”, en *Harvard Law & Policy Review*, vol. 2, 2008, pp. 1 y ss.
- GUERRA MARTÍN, G., “El código de autodisciplina para las sociedades cotizadas italianas”, en *RdS*, nº 14, 2000, pp. 537 y ss.

- *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas Estadounidenses, Su influencia en el Movimiento de Reforma del Derecho Europeo*, RdS Monografías, nº 20, 2003.
 - “Versión revisada del código alemán de gobierno societario (Código Cromme)”, en *RdS*, nº 21, 2003, pp. 409 y ss.
- HAMILTON, R., *The Law of Corporations in a nutshell (1980)*, West Group, St. Paul Minnesota, 2000.
- HANSMANN, H. y MATTEI, H., “The functions of trust law: A comparative legal and economic analysis”, en *New York L. Rew.*, 1998, pp. 434 y ss.
- HART, O., “An Economist’s Perspective on the theory of the Firm”, *Columbia L. Rew.*, 1989, pp. 1757 y ss.
- “An economist view of fiduciary duty”, en *University of Toronto L. J.*, nº 43, 1993, pp. 300 y ss.
 - “Incomplete Contracts and the Theory of the firm”, en (Ed.) WILLIAMSON, O. y WINTER, S., *The Nature of the Firm. Origins, Evolution, and Development*, Oxford University Press, New York-Oxford, 1993.
- HART, W., “The development of the rule in *KEECH v. SANFORD*”, en *Law Quarterly Rew.*, nº 21, 1905, pp. 258 y ss.
- HAUSSMANN, F., “Gesellschaftsinteresse und Interessenpolitik in der Aktiengesellschaft”, en *Bank-Archiv*, 1930, p. 64 y ss.
- HAYEK, F., *Camino de servidumbre (The road to Serfdorm -1944-)*, Alianza editorial, Madrid, 2007.
- “The use of knowledge in society”, en *The American Economic Review*, vol. 35, nº 4, 1945, pp. 51 y ss.
 - *Los Fundamentos de la libertad (1960)*, Unión Editorial, Madrid, de 1998.
 - “Derecho y ley”, en *Tópicos de actualidad*, nº 23, Guatemala, 1966.
 - *Law, Legislation and Liberty*, vol. 1, *Rules and Order*, University of Chicago Press, Chicago, 1973.
 - *Derecho, legislación y libertad (1976)*, tomo II, Unión Editorial, Madrid, 1998.
 - *The fatal conceit. The errors of socialism*, Routledge, Londres, 1988.
- HAZLITT, H., *Economics in one Lesson (1946)*, Crown Trade Paperbacks, New York, 1979.
- HENDERSON, T., “Two visions of corporate Law”, en *The George Washington L. Rew.*, vol. 77, 2009, pp. 708 y ss.

BIBLIOGRAFÍA

- HERNÁNDEZ MARTÍN, V. y VILLORIA RIVERA, Í., *La responsabilidad civil de los administradores de sociedades*, Tecnos, Madrid, 1999.
- HERNANDO CEBRIÁ, L., *El deber de diligente administración en el marco de los deberes de los administradores sociales*, Marcial Pons, Madrid, 2009.
- HERVADA, J., “La distinción entre moral y Derecho en la perspectiva del realismo clásico”, en *Anales de la cátedra Francisco Suárez*, nº 28, Granada, 1988, pp. 295 y ss.
- HERRERO SUÁREZ, C., “Codice di autodisciplina del Comitato per la Corporate Governance (Código de buen gobierno italiano)”, en *RdS*, nº 26, 2006, pp. 573 y ss.
- HIERRO ANIBARRO, S. (Dir.), *Simplificar el derecho de sociedades*, Marcial Pons, Madrid, 2010
- HOGG, C., “The “Comply or explain” Approach to Improving Standards of Corporate Governance”, en www.qfinance.com/corporate-governance-viewpoints/.
- HOMMELHOFF, P., “Corporate governance: directors’ duties, financial reporting and liability – remarks from a german perspective”, en AA.VV., *Perspectives in Company Law and Financial Regulation*, Cambridge University Press, 2009, pp. 265 y ss.
- HOPT, K., “Derecho y obligaciones de la dirección en relación con la «composición del accionariado»”, en *RDM*, nº 207, 1993, pp. 863 y ss.
- “Labor representation in corporate boards: Impacts and problems for Corporate Governance and Economic integration in Europe”, en *International Review of Law and Economics*, nº 14, 1994, pp. 203 y ss.
- HOPT, K. y LEYENS, P., “Boards models in Europe – Recents developments of Internal Corporate Governance in Germany, United Kindom, France and Italy”, en *ECFR*, nº 2/2004, 2004, pp. 139 y ss.
- HOWARD, J., “Fiduciary relations in corporate Law”, en *Canadian Bus. L. J.*, nº 19, 1991, pp. 1 y ss.
- HUERTA DE SOTO., J., “La escuela austriaca moderna frente a la neoclásica”, en *Revista Libertas*, nº 31, octubre 1999, www.eseade.edu.ar.
- *La escuela austriaca. Mercado y creatividad empresarial*, Editorial Síntesis S.A., Madrid, 2000.
- *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, Unión Editorial, Madrid, 2001.

- “La teoría de la eficiencia dinámica”, en *Procesos de Mercado*, nº 1, 2004, pp. 11 y ss.
 - *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, Unión Editorial, Madrid, 2009.
 - “Los errores del socialismo”, conferencia del autor que puede encontrarse publicada en la web: http://www.jesushuertadesoto.com/pdf_conferencia/conferenciaceu.pdf.
- HÜFFER, U., *Aktiengesetz*, München, Beck, art. 93.
- HURTADO COBLES, J., *La responsabilidad de los administradores societarios en el ámbito civil y social*, Atelier, Barcelona, 1998
- IGARTUA ARREGUI, F. y JUSTE MENCÍA, J., “Deberes de los administradores (reforma de la LSA por la Ley de Transparencia)”, en *RdS*, nº 24, 2005, pp. 75 y ss.
- IGLESIAS DE LA PRADA, J.L., *Administración y delegación de facultades en la Sociedad Anónima*, Tecnos, Madrid, 1971.
- INDIRA ANAND, A., “An analysis of enabling vs. mandatory corporate governance: structures post-Sarvane-Oxley”, en *Delaware Journal of Corporate L.*, vol. 31, 2006, pp. 229 y ss.
- “Voluntary vs. Mandatory corporate governance: towards an optimal regulatory framework”, *working paper* publicado en <http://law.bepress.com/alea/15th/bazaar/art44>, 2006.
- IRASTORZA, I., “Sarbanes-Oxley Act, un paso adelante en la reforma regulatoria de las sociedades cotizadas norteamericanas”, en *RDBB*, nº 88, 2002, pp. 254 y ss.
- JAEGER, P.G., *L'Interesse Sociale*, Dott. A. Giufré, Milano, 1964.
- JENSEN, M., *A theory of the firm. Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, Harvard University Press, Cambridge-London, 2000.
- “Value maximization, Stakeholder Theory, and the corporate objective function”, en *Journal of Applied Corporate Finance*, 2001, disponible en <http://papers.ssrn.com/abstract=220671>.
 - “Integrity: without it nothing works”, en *Harvard NOM Research Paper*, nº 10-042, 2009.
- JENSEN, M. y MECKLING, W., “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, en *Journal of Financial economics*, nº 3, 1976, pp. 305 y ss.

BIBLIOGRAFÍA

- JOHNSTON JR., J., “Natural Law and the fiduciary duties of business managers”, en *Journal of Markets and Morality*, vol. 8, nº 1, 2005, pp. 27 y ss.
- JUAN PABLO II, *Mensaje para la celebración de la XXIV Jornada mundial de la Paz*, enero de 1991 (publicado en: www.vatican.va/holy_father/john_paul_ii/messages/peace/).
- JUSTE MENCÍA, J., “En torno a la aplicación del régimen de responsabilidad de los administradores al apoderado general de la sociedad”, en *RdS*, nº 14, 2000, pp. 441 y ss.
- “La legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social”, en (Dir.) ROJO, A. y BELTRÁN, E., *La responsabilidad de los administradores de sociedades mercantiles*, 4º Edición, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2011, pp. 132 y ss.
- KELSEN, H., *Teoría pura del Derecho (1935)*, Edición de Universidad Autónoma de México, Ciudad de México, 1981.
- KEYNES, J.M., “The end of *laissez-faire*”, discurso en la Universidad de Munich, 1926, <http://www.panarchy.org/keynes/laissezfaire.1926.html>.
- KIRZNER, I., *Competencia y empresarialidad*, Unión Editorial, Madrid, 1998.
- “Creativity and/or Alertness: A Reconsideration of the Schumpeterian Entrepreneur”, en *Review of Austrian Economics*, nº 11, 1999, pp. 5 y ss.
- KLEIN, P., “Entrepreneurship and corporate governance”, en *The quarterly Journal of austrian economics*, vol. 2, nº 2, 1999, pp. 19 y ss.
- KÜBLER, F., *Derecho de sociedades (1998)*, (Trad.) KLEIN, M., Fundación Cultural del Notariado, Madrid, 2001.
- LABY, A., “The fiduciary obligation as the adoption of ends”, en *Buffalo L. Rew.*, vol. 56, 2008, pp. 99 y ss.
- LANGLOIS, R., “The Entrepreneurial Theory of the Firm and the Theory of the Entrepreneurial Firm”, en *Journal of Management Studies*, nº 44, 2007, pp. 1107 y ss.
- LARA, R., “La acción social de responsabilidad: ejercicio por la sociedad”, en (Dir.) ROJO, A. y BELTRÁN, E., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, Tirant lo Blanch, Valencia, 4ª edición, 2011, pp. 95 y ss.

- LARENZ, K., *Derecho civil. Parte general*, Editorial Revista de Derecho Privado, Jaén 1978.
- *Metodología de la ciencia del derecho*, trad. español 2ª edición, Barcelona-Caracas-México, 1980.
 - *Derecho justo, fundamentos de ética jurídica*, traducción de DÍEZ-PICAZO, L., Civitas, Madrid, 1995.
- LARGO GIL, R., “La exclusión del derecho de suscripción preferente”, en *Derecho de Sociedades Anónimas*, tomo III, vol. 1, Civitas, Madrid, 1994, pp. 605 y ss.
- “La exclusión del Derecho de suscripción preferente del accionista (situación después de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley de Mercado de Valores)”, en *RdS*, nº 14, 2000, pp. 109 y ss.
- LEONI, B., *La libertad y la Ley (1961)*, Unión Editorial, Madrid, 1995.
- LEWIN, P. y PHELAN, S., “An Austrian theory of the firm”, en *Review of Austrian Economics*, nº 13, 2000, pp. 59 y ss.
- LIN, L., “Shift of fiduciary duty upon corporate insolvency: Proper scope of Director’s duty to creditors”, en *Vanderbilt L. Rew.*, vol. 46, 1983, pp. 1485 y ss.
- LLEBOT MAJÓ, J.O., “Doctrina y teoría de la empresa en el Derecho Mercantil (Una aproximación al significado de la teoría contractual de la empresa)”, en *RDM*, nº 220, 1996, pp. 319 y ss.
- *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 1996.
 - “El sistema de responsabilidad de los administradores: Doctrina y jurisprudencia”, en *RdS*, nº 7, 1996, pp. 49 y ss.
 - “Los deberes y la responsabilidad de los administradores”, en (Dir.) ROJO, Á., y BELTRÁN, E., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, Tirant lo Blanch, Valencia, 4ª edición, 2011, pp. 27 y ss.
- LOEWENSTEIN, M., “Fiduciary duties and unincorporated business entities: In defense of the «manifestly unreasonable» standard”, en *Tulsa L. Rew.*, vol. 41, 2006, pp. 411 y ss.
- LÓPEZ DE MEDRANO, F., *La separación de los administradores de la sociedad anónima*, Bosch, Barcelona, 1986.
- MACEY, J., “An economic analysis of the various rationales for making shareholders the exclusive beneficiaries of corporate fiduciary duties”, en *Stetson L. Rew.*, vol. 21, 1991-1992, pp. 23 y ss.

BIBLIOGRAFÍA

- “Fiduciary duties as residual claims: Obligations to shareholders constituences from a theory of the firm perspective”, en *Cornell L. Rew.*, vol. 84, 1999, pp. 1266 y ss.
- MARCOS FERNÁNDEZ, F., y SÁNCHEZ GRAELLS, A., “Necesidad y sentido de los consejeros independientes. Dificultades para el trasplante al Derecho de las sociedades españolas”, en *RDM*, nº 268, 2008, p. 514 y ss.
- MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital (art. 135 LSA)*, Marcial Pons, Madrid, 2005.
- “El concepto de interés social como fin de la actividad gestora en la proximidad a la insolvencia”, en AA.VV., *Gobierno Corporativo y crisis empresariales*, II seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil, Marcial Pons, Madrid, 2006, pp. 255 y ss.
- MARITAIN, J., *La persona y el bien común*, Edición Club de lectores, Buenos Aires, 1968.
- MARTÍN DEL PESO, R., “La responsabilidad de los administradores. Algunos problemas jurisprudenciales”, en AA.VV., *Responsabilidad de los administradores de sociedades de capital*, Editores El Derecho, Madrid, 2007, pp. 121 y ss.
- MARTÍNEZ ECHEVERRÍA, M.A., “Hacia una nueva teoría de la empresa”, en *Cuadernos de Empresa y Humanismo*, nº 79, 2000, pp. 5 y ss.
- MARTÍNEZ PÉREZ-ESPINOSA, A., “Junta Universal contraria al orden público y riesgo de abuso de minorías”, en *RdS*, nº 36, 2011, pp. 429 y ss.
- MARTÍNEZ SANZ, F., “Los administradores responsables”, en (Dir.) ROJO, A. y BELTRÁN, E., *La responsabilidad de los administradores de sociedades mercantiles*, 4ª Edición, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2011, pp. 59 y ss.
- MASSART, T., “Panorámica del Derecho de Sociedades transcurrido el año uno de la «Era Sarkozy»”, en *RdS*, nº 31, 2008, pp. 617 y ss.
- MATEU DE ROS CEREZO, R., *La Ley de Transparencia de las sociedades anónimas cotizadas*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2004.
- *El código unificado de Gobierno Corporativo*, Aranzadi, Cizur Menor, 2007.
- MC MURRAY, M., “An historical perspective on the duty of care, the duty of loyalty, and the business judgment rule”, en *Vanderbilt L. Rew.*, nº 40, 1987, pp. 605 y ss.

- MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., “Sociedad anónima y fin de lucro”, en AA.VV., *Estudios jurídicos sobre la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 1995, p. 41 y ss.
- MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. y MUÑOZ PLANAS, J.M., *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles, La junta general de accionistas*, tomo V, Civitas, Madrid, 1992.
- MENEZES LEITÃO, L.M., *Presupostos da exclusão de sócio nas sociedades comerciais*, AAFDL, Lisboa, 1988.
- MENGONI, L., “Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni in assemblea delle società per azioni”, en *Riv. Soc.*, 1956, pp. 445 y ss.
- MIGNOLI, A., “L’interesse sociale”, en *Riv. Soc.*, 1958, pp. 725 y ss.
- MILLER, C., “The fiduciary duty of a corporate director”, en *Baltimore L. Rev.*, n. 4, 1975, pp. 259 y ss.
- MINERVINI, G., *Gli amministratori di società per azioni*, Milán, 1956.
- MISES, L., *La acción humana, tratado de economía (Human Action -1949-)*, Unión Editorial, Madrid, 1980.
- MÍQUEL GONZÁLEZ, J.M., *Comentario al Código Civil*, tomo I, Ministerio de Justicia, Madrid, 1993., pp. 37 y ss.
- MONKS, R. y MINOW, N., *Corporate Governance*, Blackwell Publishing, UK, 2004.
- MONTALENTI, P., “Corporate governace: raccomandazioni CONSOB”, en *Riv. Soc.*, n° 4, 1997, pp. 713 y ss.
- “La reforma del Derecho societario en Italia: aspectos generales”, en *RdS*, n° 22, 2004, pp. 35 y ss.
 - “Administración y control en la sociedad anónima en el sistema italiano después de la reforma”, en *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, tomo I, *RdS*, 2006, pp. 95 y ss.
- MORILLAS JARILLO, M.J., *Las normas de conducta de los administradores de las sociedades de capital*, La Ley, Madrid, 2002.
- MOYA BALLESTER, J., “El plazo de prescripción aplicable a la acción individual de responsabilidad de administradores de sociedad de capital (Comentario a la STS de 3 de julio de 2008)”, en *RdS*, n° 33, 2009, pp. 279 y ss.
- NOVAK, M., *On corporate Governance. The corporation as it ought to be*, The AEI Press, Washington DC, 1997.

BIBLIOGRAFÍA

- NUSSBAUM, A., “Zur neueren Entwicklung der Lehre von Unternehmen”, en *Beiträge zum Wirtschaftsrecht (Festgabe für Heymann)*, Berlin-Marburg in Hessen, II, 1931, pp. 502 y ss.
- O’CONNOR, M., “How should we talk about fiduciary duty? Directors’ conflict-of-interest transactions and the ALI’s *Principles of Corporate Governance*”, en *George Washington L. Rev.*, nº 61, 1992-93, pp. 954 y ss.
- OLCESE SANTONJA, A., *Teoría y práctica del buen gobierno corporativo*, Marcial Pons, Madrid, 2005.
- OLIVENCIA RUIZ, M., “El gobierno de las sociedades”, en AA.VV., *Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. II, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 1771 y ss.
- “El buen gobierno de las sociedades y su evolución”, en *RDBB*, nº 108, 2007, pp. 209 y ss.
- OLLERO, A., *Democracia y convicciones en una sociedad plural*, Cuadernos del Instituto Martín de Azpilcueta, Pamplona, 2001.
- PAILLUSEAU, J., *La Société anonyme. Technique d’organisation de l’entreprise*, Sirey, París, 1967.
- PAU PEDRÓN, A. (Coord.), *Comentarios a la ley de agrupaciones de interés económico*, Madrid, Tecnos, 1992.
- PAZ-ARES, C., “Reflexiones sobre la distribución de poderes en la moderna Sociedad Anónima (Teoría crítica de M.A. EISENBERG)”, en *RDM* nº 145, 1977, pp. 563 y ss.
- “La economía política como jurisprudencia racional”, en *ADC*, 1981, pp. 601 y ss.
- PAZ-ARES, C., *Comentario del Código Civil*, tomo II, Ministerio de Justicia, 1991, pp. 1299 y ss.
- “Ánimo de lucro y concepto de sociedad (Breves consideraciones a propósito del artículo 2.2 LAIE)”, en AA.VV., *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea, Estudios en Homenaje a José Girón Tena*, Civitas, Madrid, 1991, pp. 731 y ss.
 - “La infracapitalización de sociedades. Una aproximación contractual”, en *RdS*, nº extraordinario, 1994, pp. 253 y ss.
 - “Principio de eficiencia y Derecho Privado”, en AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, tomo III, Tirant lo Blanch, Valencia, 1995, pp. 2843 y ss.
 - *¿Dividendos a cambio de votos?*, McGraw-Hill, Madrid, 1996.

- (Coord.), *Tratando de la sociedad limitada*, Fundación Cultural del Notariado, Madrid, 1997.
 - “¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades? (Reflexiones a propósito de la libertad contractual en la nueva LSRL)”, en (Coord.) PAZ-ARES, C., *Tratando de la Sociedad Limitada*, Fundación Cultural del Notariado, Madrid, 1997, pp. 161 y ss.
 - “Por un Derecho de sociedades reflexivo”, en *Expansión*, 25 de mayo de 2002, p. 35.
 - “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, en *RdS*, nº 20, 2003, pp. 67 y ss.
 - “El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor”, en *RDM*, nº 251, 2004, pp. 7 y ss.
 - “La sociedad en general: Caracterización del contrato de sociedad”, en (Dir.) URÍA, R. y MENÉNDEZ, A., *Curso de Derecho Mercantil*, tomo I, Civitas, Madrid, 2006, pp. 469 y ss.
 - *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, 2007.
 - “Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo”, en *InDret*, nº 4/2010.
- PAZ-ARES, C., y ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Un ensayo sobre la libertad de empresa”, en AA.VV., *Estudios en homenaje a Luis Díez-Picazo*, Civitas, Madrid, 2003, pp. 5971 y ss.
- PAZ-ARES, C. y IGLESIAS, J.L., “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho de suscripción preferente”, en *InDret*, nº 1/2007.
- PEDROL RIUS, A., *La anónima actual y la sindicación de acciones*, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, 1969.
- PEINADOR NAVARRO, A., *Tratado de moral profesional*, B.A.C., Madrid, 1969.
- PÉREZ CARRILLO, E., *La administración de la Sociedad Anónima. Obligaciones, responsabilidad y aseguramiento*, Marcial Pons, Madrid, 1999.
- “El deber de diligencia de los administradores de sociedades”, en *RdS*, nº 14, 2000, pp. 275 y ss.
 - “Gobierno corporativo en la Unión Europea. Evolución conceptual y de método”, en *RDM*, nº 257, 2005, pp. 1037 y ss.

BIBLIOGRAFÍA

- “Gobierno corporativo en EEUU y en Europa: administración, propiedad y auditoría ante la reforma”, en *RdS*, nº 24, 2005, pp. 144 y ss.
 - *El aseguramiento de la responsabilidad de los administradores y altos ejecutivos sociales*, Marcial Pons, Madrid, 2005.
 - (Coord.), *Gobierno corporativo y responsabilidad social de las empresas*, Marcial Pons, Madrid, 2009.
 - “Simplificación en la organización y funcionamiento de los órganos sociales: junta general de socios y consejo de administración”, en (Dir.) HIERRO ANIBARRO, S., *Simplificar el derecho de sociedades*, Marcial Pons, Madrid, 2010, pp. 349 y ss.
- PÉREZ LÓPEZ, J.A., *Fundamentos de la Dirección de Empresas*, Rialp, Madrid, 2000.
- PLESSIS, J., HARGOVAN, A. y BAGARIC, M., *Principles of contemporary Corporate Governance*, Cambridge University Press, New York, 2011.
- POLO DÍEZ, A., “Empresa y sociedad en el pensamiento de Joaquín Garrigues (Relaciones e interferencias entre ambos conceptos)”, en AA. VV., *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues*, tomo I, Tecnos, Madrid, 1971, pp. 309 y ss.
- POLO SÁNCHEZ, E., “Los administradores y el Consejo de administración de la sociedad anónima (artículos 123 a 143 de la Ley de Sociedades Anónimas)”, en (Dir.) URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA, M., *Comentario al Régimen Legal de las sociedades Mercantiles*, tomo VI, Civitas, Madrid, 1992.
- PORTELLANO DÍEZ, P., *El deber de fidelidad de los administradores de sociedades mercantiles y oportunidades de negocio*, Civitas, Madrid, 1996.
- PORTELLANO DÍEZ, P. y SÁEZ LACAVE, M.I., “Proyecto alemán de Ley: pequeñas sociedades anónimas y desregulación del derecho de sociedades anónimas en la República Federal Alemana”, en *RDM*, nº 213, 1994, pp. 593 y ss.
- POSNER, R., *El análisis económico del derecho (1992)*, Fondo de cultura económica, México, 1998.
- PRATT, W. y ZECKHAUSER, R. (Ed.), *Principals and agents: the structure of business*, Harvard Business School Press, Boston, 1985

- PRESENCIA CRESPO, F. (Dir.), *La impugnación de acuerdos sociales y del Consejo de Administración. Actuación en nombre de otro*, Consejo General del Poder Judicial, Centro de Documentación Judicial, Madrid, 2007.
- PUTTERMAN, L. (Ed.), *The economic nature of the firm*, Cambridge University Press, New York, 1986.
- PUYOL MARTÍNEZ-FERRANDO, B., “Gran Bretaña: Informe sobre la revisión del papel de los consejeros no ejecutivos”, en *RDBB*, nº 90, 2003, pp. 151 y ss.
- QUIJANO GONZÁLEZ, J. “Responsabilidad de los consejeros”, en (Coord.) ESTEBAN VELASCO, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, Marcial Pons, 1999, pp. 537 y ss.
- *La responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima. Aspectos sustantivos*, Valladolid, 1989
 - “La responsabilidad de los administradores”, en (Dir.) ROJO, A. y Beltrán, E., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, tomo I, Civitas, Pamplona, 2011, p. 1691 y ss.
- QUIJANO GONZÁLEZ, J. y MAMBRILLA RIVERA, V., “Los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad. En particular, los conflictos de interés y las operaciones vinculadas”, en AA.VV., *Derecho de Sociedades anónimas cotizadas*, tomo II, *RdS*, Aranzadi, Navarra, 2006, pp. 917 y ss.
- RAICH, F., *Zum Begriff des Unternehmensinteresse als Verhaltensmaxime von Vorstand- und Aufsichtsratsmitgliedern*, FS Hefermehl, München, 1976.
- RAISER T., *Das Unternehmen als Organisation*, Karlsruhe, 1969
- *Das Unternehmensinteresse*, FSR. Schmidt, Karlsruhe, 1976.
- RAMOS, M.E., “Gobierno corporativo y deberes fiduciarios. Cuestiones actuales y reformas pendientes”, en (Coord.) PÉREZ CARRILLO, E., *Gobierno corporativo y responsabilidad social de las empresas*, Marcial Pons, Madrid, 2009, pp. 129 y ss.
- RAPPAPORT, A., *La creación de valor para el accionista, una guía para inversores y directivos (1986)*, Ediciones Deusto, Bilbao, 1998.
- RATHENAU, W., “La realtà delle società per azioni”, en *Riv. Soc.*, 1960, pp. 918 y ss.
- RECALDE CASTELLS, A. “Los administradores de las sociedades anónimas en un entorno de «buen gobierno»”, en *RVEH*, 7 I/2003, pp. 51 y ss.

BIBLIOGRAFÍA

- RECALDE CASTELLS, A. y SCHÖNNENBECK, P., “La Ley alemana sobre proporcionalidad de la remuneración de los miembros de la dirección en las sociedades anónimas”, en *RDM*, nº 277, 2010, pp. 1065 y ss.
- RIBAS FERRER, V., *Aproximación al estudio del deber de lealtad del administrador de sociedades*, Tesis Doctoral del autor publicada en <http://www.tesisenxarxa.net/TDX-1026105-113344/>.
- “Los deberes de los administradores”, en (Dir.) ROJO, A. y BELTRÁN, E., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, tomo I, Civitas, Pamplona, 2011, pp. 1608 y ss.
- RIBSTEIN, L., “The constitutional conception of the corporation”, en *Supreme Court Economic Review*, vol. 4, 1995, pp. 95 y ss.
- “Liberty and disclosure: A framework for securities regulation”, publicado en el *blog* <http://libertylawsite.org/>, en *post* de fecha 20 de diciembre de 2011.
- RITTNER, F., *Zur Verantwortung der Unternehmensleitung nach 76, 1 AktG 1965*, FS Gessler, München, 1971.
- RIPERT, G. y ROBLOT, R.: *Traité de Droit Commercial* (15a edición), tomo 1, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, París, 1993
- ROBLES MARTÍN-LABORDA, A., “La limitación estatutaria de la responsabilidad de los administradores sociales frente a la sociedad”, en *RDM*, nº 248, 2003, pp. 683 y ss.
- RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., *Consejeros Delegados, Comisiones Ejecutivas y Consejos de Administración*, Montecorvo, Madrid, 1971.
- “El deber de diligencia”, en (Coord.) ESTEBAN VELASCO, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, Marcial Pons, 1999, p. 419 y ss.
 - (Coord.), *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, vol. 1, RdS, 2006.
- RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. y MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “La acción social de responsabilidad”, en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital*, La Ley, Madrid, 2011, pp. 153 y ss.
- RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, J.M., *El gobierno de la empresa, un enfoque alternativo*, Akal, Madrid, 2003.
- “La responsabilidad social de la empresa: ¿un medio o un fin?”, en *Revista de Dirección y Administración de Empresas*, Número 13, diciembre 2006, pp. 53 y ss.

- RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A, “El principio de igualdad de los accionistas y exclusión del derecho de suscripción preferente”, en *RDM*, nº 274, 2009, pp. 1469 y ss.
- ROE, M., *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*, Oxford University Press, New York-Oxford, 2003.
- ROJAS, R., “El orden jurídico espontáneo”, en *Revista Libertas*, nº 13, 1990.
- ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á., “Actividad económica pública y actividad económica privada en la Constitución Española”, en *RDM*, nº 169-170, 1983, pp. 309 y ss.
- “Escándalos económicos. Sus enseñanzas”, en *El Notario del siglo XXI*, nº 9, 2006.
- ROJO, Á., y BELTRÁN, E. (Dir.), *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, Tirant lo Blanch, Valencia, 4ª edición, 2011.
- ROJO, Á. y BELTRÁN, E. (Dir.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, tomo I, Civitas, Pamplona, 2011.
- ROMANO, R., “Answering the wrong question: The tenuous case for mandatory corporate laws”, en *Columbia L. Rew.*, vol. 89, 1989, pp. 1599 y ss.
- “Comment on Easterbook and Fischel «Contract and fiduciary duty»”, en *J. L. & E.*, 1993, pp. 447 y ss.
- RONCERO SÁNCHEZ, A., “El seguro de responsabilidad civil de los administradores”, en *InDret*, nº 1/2005.
- ROSSI, G., “*Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*”, en *Riv. Soc.*, fascicolo 1, 2003, p. 5 y ss.
- ROUSSEAU, S., y TCHOTOURIAN, I., “L’«*intérêt social*» en droit des sociétés: Regards transatlantiques”, 2009, disponible en: <https://papyrus.bib.umontreal.ca/jspui/bitstream/1866/3072/1/InteretSocialCanadaROUSSEAUTCHOTOURIAN.pdf>.
- RUBIO GARCÍA-MINA, J., *Introducción al Derecho mercantil*, Ediciones Nauta S.A., Barcelona, 1969.
- RUBIO LLORENTE, F., “La libertad de empresa en la Constitución”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, tomo I y II, Civitas, Madrid, 1996, pp. 431 y ss.

BIBLIOGRAFÍA

- RUIZ MIGUEL, A.L., “La dogmática jurídica, ¿ciencia o técnica?”, en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Luis Díez-Picazo*, tomo IV, Civitas, Madrid, 2003, pp. 5649 y ss.
- SAEZ GARCÍA DE ALBIZU, J.C., *El objeto social en la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 1990.
- SÁEZ LACAVE, I., “Los pactos parasociales en el Derecho español. Una materia en manos de los jueces”, en *InDret*, nº 3/2009.
- SALANITRO, N., “Gli interessi degli amministratori nelle società di capitali”, en *Riv. Soc.*, fascicolo 1, 2003, pp. 47 y ss.
- SALAS FUMÁS, V., “¿Buen gobierno o responsabilidad social corporativa?”, en (Coord.) DE LA CUESTA GONZÁLEZ, M. y RODRÍGUEZ DUPLÁ, L., *Responsabilidad Social Corporativa*, Publicaciones Universidad Pontificia de Salamanca, Salamanca, 2004, pp. 203 y ss.
- SALDAÑA VILLOLDO, B., *La acción individual de responsabilidad*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2009.
- SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M., “El código Olivencia y la responsabilidad de los miembros del Consejo de Administración”, en *RdS*, nº 11, 1998, pp. 133 y ss.
- “Naturaleza y fuerza jurídica del Reglamento del Consejo de las sociedades cotizadas”, en *RdS*, nº 26, 2006, 257 y ss.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Civitas, Madrid, 1973.
- “La acción y los derechos del accionista”, en (Dir.) URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA, M., *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, tomo IV, vol. 1º, Civitas, Madrid, 1994, pp. 114 y ss.
 - “*Ius publicum-Ius privatum*. Gobierno corporativo y mercado de valores (una lección)”, en *ADC*, vol. 54, 2001, pp. 1029 y ss.
- SÁNCHEZ CALERO, F., *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, tomo IV, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, 1994.
- “Observaciones preliminares al proyecto de ley de modificación del régimen de las sociedades cotizadas y de las anónimas en general, tras el Informe Aldama”, en *RdS*, nº 20, 2003, pp. 27 y ss.
 - *Los administradores en las sociedades de capital*, Thomson, Navarra, 2007.

- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada”, en *RDM*, nº 246, 2002, pp. 1653 y ss.
- “Gran Bretaña: Impulso gubernamental a la revisión del papel de los consejeros independientes”, en *RDBB*, nº 87, 2002, pp. 324 y ss.
 - “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa”, en AA.VV., *Derecho de Sociedades anónimas cotizadas*, tomo II, RdS, Aranzadi, Navarra, 2006, pp. 851 y ss.
 - “La acción social de responsabilidad (Algunas cuestiones pendientes)”, en *RDM*, nº 281, 2011, pp. 95 y ss.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y PUYOL, B., “La recomendación europea en materia de retribución de los administradores”, en *RDBB*, nº 96, 2004, pp. 186 y ss.
- SANZ ACOSTA, L., “Acumulación de acciones y conflictos de competencia entre juzgados de lo mercantil y juzgados de primera instancia”, en AA.VV., *Responsabilidad de los administradores de sociedades de capital*, Editorial El Derecho, Madrid, 2007, pp. 27 y ss.
- SAUTET, F., *An entrepreneurial theory of the firm*, Routledge, New York, 2000.
- SAVIGNY, F., *Sistema de Derecho Romano actual*, F. Góngora y compañía Editores, Madrid, 1878.
- SCHÄFER, H. y OTT, C., *Manual de análisis económico del derecho civil*, Tecnos, Madrid, 1991.
- SCHMIDT, K., *Derecho comercial (1987)*, Astrea, Buenos Aires, 1997.
- “La reforma alemana: las KonTraG y TransPuG de 1998 y 2002, y el Código Cromme”, en *RdS*, nº 22, 2004, pp. 19 y ss.
- SCOTT, A., “The fiduciary principle”, en *California L. Rew.*, vol. 37, nº 4, 1949, p. 539 y ss.
- SCOTT, K., “Corporation Law and the American Law Institute project”, en *Stanford L. Rew.*, vol. 35, 1983, pp. 927 y ss.
- “The role of preconceptions in policy analysis in Law: A response to Fischel and Bradley”, en *Cornell L. Rew.*, vol. 71, 1986, pp. 299 y ss.
- SEALY, L., “Fiduciary Relationships”, en *Cambridge L. J.*, 1962, pp. 69 y ss.
- “The director as trustee”, en *Cambridge L. J.*, 1967, pp. 83 y ss.
 - “Is the Companies Bill 2006 on target, or has it lost its way?”, en *Company Law Newsletter*, 2006, pp. 1 y ss.

BIBLIOGRAFÍA

- SELIGMAN, J., “The historical need for a mandatory disclosure system”, en *The Journal of corporation Law*, vol. 9, 1983, pp. 1 y ss.
- SERNA, P., “La dignidad de la persona como principio de Derecho Público”, en *Derechos y libertades, Revista del Instituto Bartolomé de las Casas*, ene-jun. 1995, pp. 287 y ss.
- SHENFIELD, A., “Hayek y el Derecho”, en *Revistas Libertas*, nº 7, 1987.
- SHEPHERD, J.C., *The Law of fiduciaries*, Carswell, Toronto, 1981.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R., “A survey of corporate governance”, National Bureau of Economic Research, *Working paper*, nº 5554, 1996.
- SISON, A., *Corporate Governance and Ethics (An Aristotelian Perspective)*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK, 2008.
- SITKOFF, R., “Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency”, en *The Journal of Corporate Law*, nº 28, 2003, pp. 565 y ss.
- “The economic structure of fiduciary Law”, en *Boston L. Rev.*, vol. 91, 2011, pp. 1039 y ss.
- SMITH, G., “The critical resource theory of fiduciary duties”, en *Vanderbilt L. Rev.*, vol. 55, 2002, pp. 1399 y ss.
- SOLARTE, A., “Buena fe contractual y deberes secundarios de conducta”, en *Vniversitas (revista on line)*, diciembre, 2004, pp. 281 y ss.
- SOMMER, Jr., A., “Whom should the corporation serve? The BERLE-DODD debate revisited sixty years later”, en *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 16, 1991, pp. 33 y ss.
- SPINDLER, G., “El desarrollo de la empresa en Alemania en el año 2006”, en *RdS*, nº 29, 2007, pp. 563 y ss.
- STEENO, A., “Corporate governance: Economic analysis of a «comply or explain» approach”, en *Standford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 11:2, 2006, pp. 387 y ss.
- SUMMERS, R., “The general duty of good faith – Its recognition and conceptualization”, en *Cornell L. Rev.*, vol. 67, 1981-1982, pp. 810 y ss.
- TERMES, R., *Antropología del capitalismo: un debate abierto*, Actualidad y Libros, Barcelona, 1992.
- THOMSON, S., “Liability of directors and agents of corporations”, en *S. L. Rev.*, nº 6, 1880, pp. 351 y ss.
- UHLMAN, R., “The legal status of corporate directors”, en *Boston U. L. Rev.*, nº 19, 1939, pp. 12 y ss.

- URÍA, R. y MENÉNDEZ, A. (Dir.), *Curso de Derecho Mercantil*, tomo I, Civitas, Madrid, 1999.
- URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA, M. (Dir.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, tomo IV, vol. 1º, Civitas, Madrid, 1994
- VALERO AGÚNDEZ, U., *La fundación como forma de empresa*, Valladolid, 1969.
- VALERO Y VICENTE, A. y LUCAS TOMÁS, J.L., *Política de empresa. El gobierno de la empresa de negocios*, EUNSA, Pamplona, 1997.
- VALPUESTA GASTAMINZA, E., *La prohibición de la arbitrariedad en el ámbito contractual privado*, Servicio de Publicaciones de la Universidad de Navarra, Pamplona, 1989.
- VÁZQUEZ ALBERT, D., “El conflicto entre mayoría y minoría en la exclusión del derecho de suscripción preferente”, en *CDyC*, nº 26, 1998, pp. 159 y ss.
- *La exclusión del Derecho de suscripción preferente*, Civitas, Madrid, 2000.
- “Comentario del art. 159 LSA”, en (Coord.) ARROYO, I., EMBID, J.M. y GÓRRIZ, C., *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas*, vol. II, Tecnos, Madrid, 2009, p. 1725 y ss.
- VEASEY, N., “The defining tension in corporate governance in America”, en *The business Lawyer*, vol. 52, 1997, pp. 393 y ss.
- VELAZCO SAN PEDRO, L.A., “El derecho de suscripción preferente”, en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, tomo III, vol. I, Civitas, Madrid, 1994, pp. 559 y ss.
- VENTURA, R., *Sociedades por cuotas*, vol. III Almedina, Coimbra, 1991.
- VILLIERS, C., “Evolución del derecho de sociedades en el Reino Unido año 1997”, en *RdS*, nº 10, 1998, pp. 509 y ss.
- VON TUHR, A., *Teoría general del Derecho Civil Alemán*, tomo II, vol.1, Depalma, Buenos Aires, 1947.
- WIEACKER, F., *El principio general de la buena fe*, Civitas, Madrid, 1986.
- WILCOX, J., “Comply or explain: Should directors have a duty to inform?”, en *Law and contemporary problems*, vol. 74, 2011, pp. 149 y ss.
- WILLIAMSON, O. y WINTER, S. (Ed.), *The Nature of the Firm. Origins, Evolution, and Development*, Oxford University Press, New York-Oxford, 1993
- WOODS, T., *Porque el estado sí es el problema*, Ciudadela, Madrid, 2008.

BIBLIOGRAFÍA

- WEINRIB, E., "The fiduciary obligation", en *Toronto L. J.*, nº 25, 1975, pp. 1 y ss.
- WERDER, A., "Shareholder Value-Ansatz als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandelns?", *ZGR*, 1998, pp. 77 y ss.
- WÜRDINGER, H., *Gesellschaften. I: Recht der Personalgesellschaften*, Hamburgo, 1937.
- *Aktien-und Konzernrecht: eine systematische darstellung*, Karlsruhe: Müller, 1966.
- YANES YANES, P., "Exclusión del derecho de suscripción preferente", en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje a Aurelio Menéndez*, tomo II, Madrid, 1996, pp. 2649 y ss.
- YZQUIERDO TOLSADA, M., "De nuevo sobre la buena fe", *Anuario de la Facultad de Derecho*, Universidad de Extremadura, nº 6, 1988, pp. 635 y ss.
- ZANOTTI, G., *El humanismo del futuro*, publicado en <http://www.hacer.org/pdf/Zanotti05.pdf>.
- ZÖLLINER, W., "Inhaltsfreiheit bei Gesellschaftsverträgen", en *Festschrift 100 Jahre GmbH-Gesetz*, Köln, 1992, pp. 85 y ss.

2. INFORMES Y PROPUESTAS DE REGULACIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO

- AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance: analysis and recommendations*, Volume I, American Law Institute Publishers, St. Paul, Minnesota, 1994.
- AUSTRALIA STOCK EXCHANGE, Principios de buen gobierno corporativo, 2003.
- Código CONTHE (2006) - CONTHE, Manuel (Dir.), Informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas, Madrid, 19 de mayo de 2006, luego, Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, publicado por la CNMV de España, en mayo de 2006
- Combined Code on Corporate Governance*, Reino Unido, 2000, 2003.
- COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS, *Libro Verde, Fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas*, Bruselas, 2001.

- COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS, “Green paper. The UE Corporate Governance framework”, Bruselas, abril, 2011.
- FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, Reino Unido, junio de 2010.
- FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS, *Guía de principios de buen gobierno corporativo*, transparencia informativa y conflictos de interés en las sociedades cotizadas, FEF, España, 2003.
- INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION, *Corporate Governance Manual*
- Informe ALDAMA (2003) – ALDAMA Y MIÑON, Enrique (Dir.), Informe de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas, 8 de enero de 2003.
- Informe BOUTON (2002), Informe del grupo de trabajo dirigido por Daniel BOUTON, 23 de septiembre de 2002
- Informe BREEDEN (2003). *Restoring Trust. On Corporate Governance for the future of MCI, Inc.*, EEUU, agosto de 2003
- Informe CADBURY (1992) – CADBURY, Adrian (Dir.), Stock Exchange Financial Reporting Council, Cadbury Committee, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Londres: Gee and Co. Ltd./Professional Publishing Ltd., 1 de diciembre de 1992.
- Informe CROMME (2002) – CORMME, Gerhard (Dir.), *Reierungskommission*, Código Alemán de Gobierno Corporativo, 26 de febrero de 2002.
- Informe del CÍRCULO DE EMPRESARIOS (1996) – Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de administración, Madrid, 12 de noviembre de 1996.
- Informe GREENBURY (1995) – GREENBURY, Richard (Dir.), The Study Group on Directors’ Remuneration, Report of the Committee on Director’s Remuneration, Londres: Gee Publishing, 17 de Julio de 1995.
- Informe HAMPEL (1998) - HAMPEL, Ronald (Dir.), Committee on Corporate Governance: Final report. Londres, Gee Publishing Ltd., Enero de 1998.
- Informe HIGGS, (2003), *Review of the role and effectiveness of the non-executive directors*, Derek HIGGS.
- Informe OLIVENCIA (1998) – OLIVENCIA RUIZ, Manuel (Presidente), Informe de la Comisión especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de sociedades: el gobierno de las sociedades cotizadas, 26 de febrero de 1998.

BIBLIOGRAFÍA

- Informe PREITE (1997), *ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, "Rapporto sulla società aperta. 100 tesi per la riforma del governo societario in Italia"*, Il Mulino, Bologna.
- Informe y Código PEDA (1999), Código de autodisciplina para las sociedades cotizadas italianas, iniciativa de la Bolsa Italiana S.A.
- Informe SMITH (2003), *Audit committees combined code guidance*, Financial Reporting Council.
- Informe TURNBULL (1999), *Internal control, Guidance for Director son the Combined Code*, The Institute of Chartered Accountants in England & Wales
- Informe VIENOT I (1995) – VIENOT, Marc (Dir.), *Le Conseil d'administration des sociétés cotées* y II (1999) – VIENOT, Marc (Dir.), *Rapport du Comité sur le gouvernement d'entreprise*, Francia.
- Informe WINTER (2002), WINTER, Jaap (Dir.), *Report of the high level group of Company law experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Bruselas: Comisión Europea, 4 de noviembre de 2002.
- NACD, *Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies*, EEUU, octubre de 2008.
- OCDE, *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE* (1999), para el gobierno de las sociedades, aprobados por los ministros de la OCDE, 27 de mayo de 1999.
- OCDE, *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*, revisados (edición 2004).
- OCDE, *Strengthening Latin American Corporate Governance. The role of institutional investors*, OECD Publishing, 2011.
- Recomendaciones de la Comisión del mercado de valores mobiliarios sobre el gobierno de las sociedades cotizadas, Portugal, 1999.
- Reglamento Tipo CNMV (1998) – Comisión Nacional del Mercado de Valores, Reglamento tipo del Consejo de administración ajustado al "Código de buen gobierno", 19 de mayo de 1998.